

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MARIANA DE OLIVEIRA SINICIO

**ESTIMATIVAS DO CUSTO DO CRÉDITO SUBSIDIADO NO BRASIL
EM 2011-2014**

Brasília/DF
2015

MARIANA DE OLIVEIRA SINICIO

**ESTIMATIVAS DO CUSTO DO CRÉDITO SUBSIDIADO NO BRASIL
EM 2011-2014**

Monografia de Conclusão de Curso
apresentada à Universidade de Brasília como
exigência para obtenção do título de Bacharel
em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof.º José Roberto Novaes de
Almeida

Brasília/DF
2015

MARIANA DE OLIVEIRA SINICIO

**ESTIMATIVAS DO CUSTO DO CRÉDITO SUBSIDIADO NO BRASIL
EM 2011-2014**

Monografia de Conclusão de Curso
apresentada à Universidade de Brasília como
exigência para obtenção do título de Bacharel
em Ciências Econômicas.

Aprovada em 11/08/2015.

BANCA EXAMINADORA

José Roberto Novaes de Almeida
Orientador

Jorge Saba Arbache Filho
Convidado

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, em primeiro lugar, que tem me sustentado e fortalecido durante toda essa importante etapa de minha vida. Agradeço especialmente ao Professor José Roberto Novaes de Almeida pela orientação e pelos grandes conhecimentos e experiências a mim compartilhados, além de toda a paciência e compreensão durante todo o desenvolvimento deste trabalho. O maior conhecimento adquirido foi com certeza aquele obtido durante a execução deste trabalho. Agradeço também ao Professor Jorge Arbach pela disposição em participar da avaliação do trabalho.

Agradeço ainda aos colegas de trabalho da Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF), pela experiência e aprendizado proporcionados neste último ano, que me despertaram o interesse pelo tema de política de crédito e outras pertinentes ao sistema financeiro.

Agradeço o apoio da minha mãe, por acreditar no meu potencial e sempre me incentivar a ser cada vez mais excelente no meu trabalho. Agradeço ainda aos amigos da graduação, e em especial da equipe ECONSULT, pelas boas experiências que tivemos nessa longa, mas prazerosa, jornada.

“Não cabe ao economista dizer o que o povo deve preferir e nem como deve usar os seus recursos. Mas é de seu dever chamar a atenção de todos para os custos das decisões do governo”.

(Ludwig von Mises, Intervencionismo: uma análise econômica, 78)

RESUMO

Vários são os estudos que atestam a importância e os efeitos positivos da concessão de crédito subsidiado a diversos setores da economia, considerados de interesse estratégico, especialmente seu impacto no aumento da renda per capita, da produtividade industrial ou da geração de empregos. E o Brasil, desde 2007 tem se estruturado sobre essa política de promoção do investimento baseado na concessão de crédito estatal. O trabalho, ao contrário dos estudos que vem sendo desenvolvidos, busca avaliar essa política pela ótica de seus custos. A partir de estimativas, deveras simples, sobre o montante de subsídio concedido no Brasil para o período de 2011 a 2014, busca-se mensurar o custo de oportunidade proveniente da deslocação de recursos da sociedade para esses empreendimentos. Como resultado, verifica-se que em relação ao PIB os recursos concedidos na forma de subsídio corresponderam de 2% a 4% do produto total da economia, em trajetória ascendente. A partir da aplicação direta do conceito de subsídio, o trabalho traz, de outro modo, estimativas referentes ao custo de captação desses recursos junto ao mercado, determinando o custo de oportunidade para a sociedade mediante comparação com o resultado primário do Governo Central. Em 2011, por exemplo, o resultado primário triplicaria na ausência de concessão de subsídios. Já em 2014, o aumento seria de mais de 35 vezes. O trabalho, adicionalmente, inova ao propor uma estimativa para a taxa de juros natural da economia, conforme concebida por Wicksell. Aplicando-se a metodologia proposta por Philippon, é possível estimar que as taxas de juros naturais situar-se-iam em torno de 11,2% ao ano, na média do período, isto é, na ausência de interferência no mercado de crédito. Essa constitui a terceira via para análise do custo de oportunidade à sociedade na manutenção das políticas de subsídio e outras intervenções no mercado de crédito. Conclui-se, portanto, pela ineficiência econômica no modelo adotado pelo Brasil para o direcionamento de crédito. Observa-se um grande ônus ao contribuinte sem que haja correspondente contrapartida no crescimento econômico, que ao contrário tem-se demonstrado inconsistente.

Palavras-chave: crédito, subsídio, custo de oportunidade, taxa de juros, sistema financeiro nacional

ABSTRACT

Several studies attest to the importance and the positive effects of the granting of subsidized credit to various sectors of the economy, considered as strategic, as the increase in the per capita income, in industrial productivity or in the generation of jobs, for example. And Brazil since 2007 has been structured on this policy, on the promotion of investments based on the allocation of state credit. This paper, in contrast to the studies that are being developed, seeks to assess this policy from the perspective of its costs. From estimates, quite simple, on the amount of subsidy granted in Brazil for the period 2011 to 2014, it is sought to evaluate the opportunity cost from the shift of society's resources for these business venture. From the direct application of the concept of subsidy, the paper also provides estimates for the cost of acquisition of these resources in the market and the opportunity cost to society through comparison with the primary result of the Central Government. In 2011, for example, the primary result would treble in the absence of subsidies. As for in 2014, the increase would be 30 times bigger. Furthermore, the paper innovates as it proposes estimate the natural interest rate of the economy, in the design of Wicksell. According to the methodology proposed by Philippon, it is possible to estimate that the interest rates would be at around 11.2% per year in the absence of interference in the credit market. This is the third way to analyse the opportunity cost to society for the maintenance of the policies of allowance and other interventions in the credit market. In conclusion, the subsidy model seems for a inefficient economic system adopted by Brazil. There is a big cost for the tax payers without a corresponding increase in economic growth, but it has been inconsistent.

Keywords: credit, subsidy, opportunity cost, interest rate, national financial system

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Saldo do crédito em percentagem do PIB	2
Gráfico 2: Participação do valor adicionado bruto em relação ao valor adicionado bruto total	7
Gráfico 3: Diferencial entre taxas reguladas e taxas livres por modalidade.....	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Crédito do Sistema Financeiro – carteira discriminada por modalidade de recursos	26
Tabela 2: Crédito do Sistema Financeiro – carteira discriminada por taxa de juros livre ou controlada.....	27
Tabela 3: Valor do subsídio calculado pela diferença entre a taxa média do crédito livre e a taxa específica do crédito direcionado a taxas reguladas	28
Tabela 4: Valor do subsídio do BNDES em relação à taxa média do crédito total	29
Tabela 5: Valor do subsídio do BNDES em relação à taxa de financiamento imobiliário livre	29
Tabela 6: Valor do subsídio pela diferença entre custo de captação e remuneração das operações do BNDES	31
Tabela 7: Valor do subsídio pela diferença entre custo de captação e remuneração do crédito rural	33

LISTA DE ABREVIATURAS

Bacen	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional de Habitação
CCFGTS	Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
CMN	Conselho Monetário Nacional
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
IOF	Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
LCR	Letras de Crédito Rural
PIB	Produto Interno Bruto
Pis/Pasep	Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SUMÁRIO

Introdução	1
Capítulo 1 Evolução da política econômica e o mecanismo de subsídio governamental... 4	
Seção 1.1 Subsídio: conceito e fundamentação teórica	8
Seção 1.2 O impacto das taxas de juros na decisão de consumo e investimento	11
Capítulo 2 O crédito subsidiado como alternativa de política de desenvolvimento econômico.....	16
Seção 2.1 Bancos de desenvolvimento - BNDES e bancos regionais – e o setor de infraestrutura	18
Seção 2.2 Bancos Públicos.....	21
Seção 2.2.1 Crédito rural	22
Seção 2.2.1 Crédito imobiliário.....	22
Capítulo 3 O custo dos subsídios e a taxa natural do sistema de crédito brasileiro	24
Seção 3.1 Diferencial entre taxas médias	26
Seção 3.2 O custo de oportunidade da captação de recursos	30
Seção 3.3 Custo financeiro do crédito e a taxa de juros natural.....	32
Seção 3.4 Resultados	34
Capítulo 4 Considerações finais.....	36
Anexo 1 – Crédito Livre e Direcionado discriminados por modalidade	40
Anexo 2 – Valor total dos subsídios por diferencial de taxas de juros	41
Anexo 3 – Valor total dos subsídios por diferença de remuneração e custo de captação.....	42
Referências Bibliográficas.....	43

Introdução

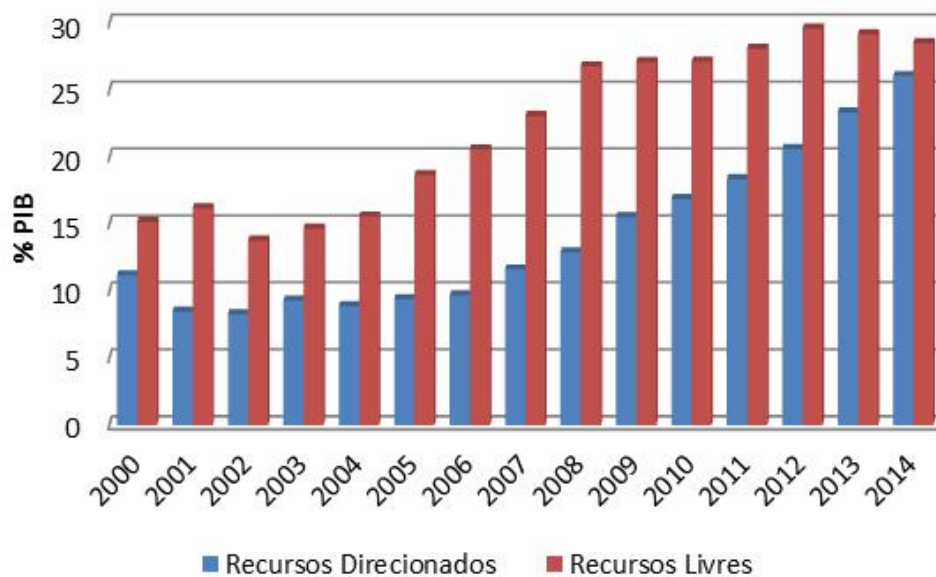
No auge da crise de 2007, retomou-se a discussão sobre a importância do crédito e de instituições financeiras fortes para o desenvolvimento e o crescimento econômico. Para muitos economistas, a expansão da indústria no Brasil (83% dos subsetores apresentaram expansão em relação ao ano anterior) e o crescimento econômico observados nesse ano só foram possíveis devido aos inúmeros pacotes de estímulo creditícios.

A exemplo desse fenômeno, a China, que apresentou o maior crescimento da última década, possui três dos cinco maiores bancos mundiais, em valor de mercado. Outros exemplos sobre o impacto do crédito no crescimento econômico podem ser observados em todo o mundo ao longo dos anos. O mais comum deles é o crescimento europeu pós-guerra, com o Plano Marshall. Por meio do impulso ao investimento pelo governo americano (entre 1949 e 1952 foram destinados ao país US\$ 13 bilhões, o equivalente a US\$ 135 bilhões em 2014), principalmente na indústria pesada, os países europeus conseguiram elevar de forma extraordinária sua qualidade de vida. Outro exemplo pertinente é o do caso japonês. Por meio da criação dos grupos *keiretsu*, fortemente apoiado pelo governo, constituídos por fabricantes, fornecedores, distribuidores e bancos, o país conseguiu criar uma política focada na cooperação industrial.

No Brasil, as políticas de apoio e de expansão ao crédito, especialmente da carteira de recursos direcionados, têm sido largamente implantadas em vários setores da economia brasileira. Nos últimos dez anos, o incremento médio do crédito tem sido superior a 20% ao ano, sendo que em 2007, ano de crise mundial, foi de 27%, seguindo tendência ascendente desde então, como pode ser verificado no Gráfico 1.

Destaca-se que a partir de 2012, o volume de crédito total superou 50% do PIB, sendo que em 2014, o montante de recursos direcionados apresentou incremento de 270% em relação aos últimos dez anos. Neste ano, para cada R\$ 1 real concedido pelos bancos na modalidade livre, R\$ 0,91 foi destinado à modalidade do direcionado. Mesmo assim, o crescimento em valor agregado dos setores beneficiados não se desenvolveu na mesma proporção.

Gráfico 1: Saldo do crédito em percentagem do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil – Sistema Gerenciador de Séries Temporais (códigos 11387, 11388, 20625 e 20628)

Elaboração própria.

Notas: Os valores correspondem ao saldo em dezembro do respectivo ano. Devido a mudanças metodológicas, para o período de 2000-2006 foram usados valores de saldo das operações do sistema financeiro, e a partir de 2007, o saldo da carteira de crédito livre e direcionado.

Diante do contexto de ampliação do crédito estatal e subsidiado como instrumento de destaque da política macroeconômica, este trabalho visa analisar do ponto de vista dos custos, em especial o custo de oportunidade, o modelo de concessão de subsídios no âmbito da política de direcionamento de crédito. Assim, o trabalho também visa incentivar estudos e análises mais robustas que verifiquem o componente dos custos no modelo de subsídio adotado, para que a eficácia da política adotada possa ser avaliada de forma mais crítica e adequada.

O trabalho inicia-se com uma breve apresentação de como o papel de agente promotor do desenvolvimento foi desenvolvido pelo Estado ao longo dos anos, destacando-se a evolução da política de crédito. Após breve abordagem sobre a questão dos subsídios na teoria econômica, propõe-se uma discussão sobre o papel dos juros na economia, ressaltando os efeitos que pode causar na mudança de preços relativos e, conseqüentemente, na decisão de alocação dos recursos dos agentes. Com isso, retomamos o debate sobre o custo de oportunidade, cuja estimativas constituem escopo do trabalho.

A análise e mensuração do custo de subsídio foi feita mediante a comparação das taxas médias reguladas dos recursos direcionados e das taxas médias de mercado, conferindo uma estimativa do montante final dos subsídios para as carteiras selecionadas: financiamentos do BNDES, crédito rural e crédito imobiliário. Posteriormente, são feitas outras simulações para as operações do BNDES, levando em consideração características particulares de suas operações, a fim de oferecer estimativas mais realistas sobre o custo observado. De forma complementar, o subsídio ainda é estimado pelo lado passivo das operações de crédito, ou seja, a partir dos custos de captação dos recursos no mercado financeiro.

Por fim, adotando-se a metodologia de estimação do custo ao usuário das operações de intermediação financeira, é proposta uma forma de aproximação para o cálculo da taxa natural de crédito no Brasil, na concepção de Wicksell, ou seja, aquela determinada na ausência de interferências exógenas neste mercado.

As conclusões encontradas apontam para a necessidade de reestruturação do modelo de direcionamento de crédito, excessivamente custoso ao poder público e, conseqüentemente, ao contribuinte. As evidências apontam para distorções e custos cada vez maiores no setor de crédito, e em especial na carteira de crédito livre, devido ao volume cada vez maiores de recursos direcionados, em proporção ao PIB, sem a contrapartida de elevação da produtividade do setor correspondente e no suprimento dos gargalos estruturais brasileiros. Por fim, há que se destacar o custo social para manutenção dessa política, em termos da perda de valor das poupanças forçadas e dificuldades em manter a âncora fiscal e regime de metas inflacionárias. Sugere-se posterior análise para aferição da existência da situação de excesso de financiamento na economia brasileira.

Capítulo 1

Evolução da política econômica e o mecanismo de subsídio governamental

Desde o início do século XX, como consequência da estagnação econômica proveniente do pós-guerra, a doutrina desenvolvimentista¹ tem sido protagonista nas discussões teóricas em defesa da conveniência da intervenção do estado para estabelecer um novo padrão de crescimento.

A partir dos anos 1930, e principalmente nos anos 1950, os governos latino-americanos adotaram a estratégia nacional-desenvolvimentista², baseada nas ideias então incipientes da teoria econômica estruturalista, de Prebisch, e desenvolvimentista, da CEPAL, conforme mencionado em Bresser (2012). Diante da grande fragilidade dos centros econômicos, em virtude do pós-guerra, a estratégia do nacional-desenvolvimentismo seguida pelos países latino-americanos priorizava o papel do Estado enquanto promotor dos investimentos diretos em infraestrutura. Muito além disso, como Cárdenas *et all* (2001) argumentaram, a proposta estruturalista incluía a ação por meio de bancos de desenvolvimento, investimentos estatais em infraestrutura e empresas do setor público para desenvolvimento da produtividade.

A teoria cepalina, por sua vez, foi a principal ferramenta analítica usada no debate econômico brasileiro. Baseado no discurso desenvolvimentista, a política de direcionamento de crédito, por meio principalmente da destinação de recursos a setores específicos e de taxas de juros subsidiadas, se tornou um instrumento básico da política monetária brasileira, amplamente utilizada estimular o crescimento econômico. Fernando Nogueira da Costa (2008) justifica essa ação, demonstrado que controle monetário associado ao direcionamento de crédito

¹ De acordo com Ricardo Bielschowsky (1949), o desenvolvimentismo pode ser definido como a “ideologia de transformação da sociedade brasileira definida pelo projeto econômico que se compõe, como ponto fundamental, do processo de industrialização como sendo a única via de superação da pobreza e do subdesenvolvimento brasileiro. Não há, entretanto, meios de se alcançar uma industrialização eficiente e racional no Brasil através das forças espontâneas de mercado, o que torna necessário o planejamento estatal e a execução da expansão dos setores econômicos pelo Estado, cabendo a ele definir os instrumentos e recursos financeiros necessários para sua promoção.”

² Diante das insatisfações decorrentes da aplicação dos modelos econômicos vigentes (investimento e acumulação de capital), a escola cepalina combinou sua tese sobre transformações históricas do sistema centro-periferia com análise das estruturas produtivas periféricas para proposição de um novo instrumental analítico para prever e estudar tendências típicas de países subdesenvolvidos. A principal medida consistia no planejamento e protencionismo como formas de alcançar a industrialização rápida e eficiente, em detrimento ao *mainstream*, que defendia o livre mercado como forma mais eficiente de alocação de recursos. A doutrina cepalina defendia a ação governamental a partir de poupanças escassas, num objetivo de maximizar a renda por meio do protecionismo, planejamento e outras medidas governamentais para promoção da industrialização, dentre as quais destacam-se o apoio creditício governamental e investimentos estatais diretos.

seletivo para setores prioritários podem constituir uma combinação eficiente de políticas de promoção do desenvolvimento.

O primeiro período onde houve forte influência do desenvolvimentismo foi a era Vargas. Neste período, Getúlio Vargas (1930-1945 e 1951-1954) lançou os pilares do Estado Novo, alguns dos quais são vigentes até a atualidade na esfera econômica. Foi o precursor do modelo de substituição de importações; da ampliação do crédito agrícola via programas do governo federal e de carteiras do Banco do Brasil; da criação do BNDES (1952), para financiamento de boa parte dos investimentos na indústria e na infraestrutura; e da criação das companhias Vale do Rio Doce e Siderúrgica Nacional (ambas em 1942) e da Petrobrás (em 1954), empresas de economia mista voltadas para a exploração de atividade econômica, como mostrado por Saviani Filho (2013).

Posteriormente, Juscelino Kubitschek (1955-1960) também adotou a estratégia de desenvolvimento, expressa por meio do Plano de Metas. De acordo com Losada Moreira (1998), a política monetária foi caracterizada pela viabilização de maiores somas de recursos para os investimentos do setor público e para o subsídio de atividades industriais consideradas de interesse estratégico. Nesse período, o principal instrumento de política foi a expansão da base monetária para possibilitar o financiamento dos programas estatais.

A influência cepalina, no entanto, atingiu seu auge durante os anos 50 e 60, quando as ideias e os técnicos da CEPAL estiveram no centro dos debates e, muitas vezes, das decisões econômicas no Brasil. Neste período, o sucesso da corrente teórica não ocorreu apenas entre os formuladores de política pública, mas também entre empresários industriais, como aponta Colistete (2001). O governo não só intensificou o papel do estado no desenvolvimento econômico, como criou diversos mecanismos de direcionamento de recursos financeiros para que a ampliação do investimento pudesse ser viabilizada.

Durante o governo Castelo Branco (1964-1967) houve uma radical reforma financeira, iniciada com a criação do Banco Central do Brasil (Bacen) em 1964. Foi criado o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), composto pelo Banco Nacional de Habitação (BNH) com a incorporação da Caixa Econômica Federal (CEF) e das caixas econômicas estaduais ao sistema, bem como a criação de sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimos. Para sustentar a estrutura foram criados o depósito de poupança e um novo mecanismo de poupança compulsória, formada por recursos provenientes do Fundo de

Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), considerado por muitos autores um fator determinante para a aceleração econômica da indústria da construção civil. Por outro lado, a criação da modalidade do crédito direto ao consumidor, bem como de outros mecanismos de acesso ao crédito, foi considerada primordial para promoção da indústria automobilística e de bens de consumo duráveis.

De acordo com Veloso (2008), com o objetivo de criar um segmento privado de longo prazo foram criados ainda bancos de desenvolvimento regionais e mecanismos de ampliação do mercado de capitais. O orçamento do BNDES passou a ser incluído no orçamento fiscal e monetário da União, recebendo uma parte dos recursos provenientes da arrecadação do Imposto sobre as Operações Financeiras (IOF). Na década seguinte, no âmbito do II Plano Nacional de Desenvolvimento, a arrecadação do PIS/Cofins³ passou a integrar seu *funding*.

A partir das décadas seguintes, entretanto, o papel de executor de investimentos tem saído cada vez mais do âmbito do Estado e passado para agentes privados que têm observado oportunidades de investimento de longo prazo, especialmente no setor de infraestrutura. O governo altera então o sentido da política desenvolvimentista, deixando o papel de investidor direto e passando a criar mecanismos financeiros que pudessem suportar financeiramente os diversos segmentos da indústria, não apenas pela criação de mecanismos de *funding*, mas permitindo a viabilização de maior consumo a fim de estimular a demanda agregada.

Werneck (2011) nota ainda que, em 2006, as alterações promovidas pelo governo na pasta da Fazenda sinalizaram desde o início o abandono definitivo da política de austeridade fiscal, característica do Plano Real, dando início à ostensiva expansão do gasto público. O afrouxamento fiscal legitimou a mudança nas relações entre Estado e economia, racionalizando a política econômica como anticíclica no período pós-2007. Desde então, a principal medida introduzida foi a vertiginosa expansão do crédito estatal, bancada por emissões da dívida do Tesouro. Em decorrência, o governo Dilma ficou conhecido por retomar as diretrizes econômicas que persistiram no governo Geisel (1974-1979), caracterizadas pela preferência de soluções de financiamentos intensivos em recursos públicos, com o objetivo de promover rapidamente a expansão do crédito estatal subsidiado a

³ A Constituição de 1988 consolidou o repasse dos recursos do PIS/Cofins para o BNDES (art. 239). Ficou determinado que pelo menos 40% da sua arrecadação seria destinado financiamento de programas de desenvolvimento econômico, através do BNDES, com critérios de remuneração que lhes preservassem o valor. Atualmente, pela Resolução nº 665, de 1987, do BNDES, a sua remuneração é do valor correspondente à remuneração dos recursos ordinários relativos à TJLP, sendo o pagamento de juros limitado a 6% ao ano.

setores considerados estratégicos. Cabe mencionar, entretanto, que a promoção do investimento puxado pelo crédito estatal não é uma inovação da atual equipe econômica.

A política desenvolvimentista adotada parece ter sido bem-sucedida nos primeiros anos, mostrando certo esgotamento em períodos mais recentes. Em 1955, a participação da indústria no PIB era de 21% e, ao final do Plano de Metas, em 1961, aproximava-se de 28%. Ao final do período do “milagre”, em 1973, era de 33% e, após a finalização do II PND, em 1985, atingiu seu pico, próximo dos 36% do PIB. Ao longo desse período, a indústria de transformação aumentou sua participação relativa em 71% no PIB. Em contraste, a participação desse setor no PIB foi de 13,3% em 2012, o menor nível verificado desde 1955. Entre 2004 e 2012, a participação industrial na atividade econômica totalizou uma perda de 30%. A partir da observação do gráfico 2 é possível perceber que há estagnação dos dois principais setores a partir de 1995, que não conseguem retomar o crescimento vigente nas décadas anteriores.

Gráfico 2: Participação do valor adicionado bruto em relação ao valor

adicionado bruto total

Fonte: IBGE – Séries históricas e estatísticas – sistema de contas nacionais, contas nacionais.
Elaboração própria.

Seção 1.1

Subsídio: conceito e fundamentação teórica

Os subsídios⁴ são definidos, etimologicamente, como um auxílio monetário concedido pelo poder público a outra organização para reduzir os custos de serviços ou de produção de bens, como mecanismo para manutenção de seus preços a um nível abaixo do natural⁵.

Do ponto de vista teórico, o sistema de subsídios é estudado a partir de três diferentes óticas: (i) análise e interpretação das curvas de demanda e oferta, detalhadas por Pyndick & Rubinfeld (1995); (ii) subsídios à exportação e impacto no comércio internacional, postulado por Krugman & Obstfeld (1999); e (iii) divisão entre subsídios de quantidade e subsídios de montante fixo, conforme classificados por Varian (1947).

Seus defensores argumentam que os subsídios podem servir a objetivos redistributivos, assim como na correção de falhas de mercado. Os críticos, por sua vez, apontam para as distorções econômicas criadas por eles, especialmente por subsídios que são usados para promover setores ou indústrias específicas. Justifica-se que geralmente esses subsídios tendem a desviar recursos de usos mais produtivos para usos menos produtivos, reduzindo assim a eficiência econômica do mercado.

Na microeconomia, os subsídios são comparados a um imposto negativo, cuja principal finalidade é possibilitar que o preço de compra fique abaixo do preço de venda. No âmbito da economia do setor público, o sistema de subsídios é considerado um meio natural para eliminar as divergências entre custo social e custo privado, o principal fator de descrição dos mercados ineficientes. A teoria econômica postula que, ao modificar a decisão sobre o problema da firma e do consumidor, esse mecanismo pode mover a economia para um equilíbrio mais próximo ao ponto de equilíbrio eficiente.

Ademais, os modelos de crescimento endógeno possuem a propriedade comum de que escolhas relacionadas ao crescimento podem ser influenciadas por políticas públicas. Assim, por meio de subsídios, o governo pode encorajar ou desencorajar investimentos em determinados setores. Nesse sentido, Paul Romer (2001) conclui que, em uma análise de *second best*, pode ser desejável introduzir uma distorção adicional para compensar outras já

⁴Tal como definido pelo Oxford Advanced Learner's Dictionary. 8ª edition. Oxford University Press 1948[2010]. p. 1543.

⁵Os subsídios podem ser fornecidos sob duas formas: renúncia fiscal ou aporte de *funding*, abaixo da taxa de juros natural. Apenas a segunda constitui objeto de análise do presente trabalho, uma vez que esta é a forma mais amplamente utilizada no mercado de crédito.

existentes, especialmente aquelas provenientes dos retornos sociais serem mais elevados que os retornos privados.

Mankiw (2011) demonstra o importante papel desempenhado pelo subsídio, uma vez que sua utilização impacta tanto demandantes quanto ofertantes dos serviços ou bens, deslocando o equilíbrio de mercado e induzindo a uma situação eficiente. Adicionalmente, Paul Krugman também afirma que os países em desenvolvimento costumavam necessitar do “grande impulso” (*big push*) dos investimentos governamentais coordenados para ajudar os setores industriais estratégicos a darem um pulo e se relacionarem com o conjunto da economia. Para ele, o fornecimento de recursos (*funding*) a taxas muito distantes daquelas de mercado é considerada uma forma de subsídio.

De acordo com as teorias que justificam o subsídio monetário, o direcionamento de crédito, por meio de programas de taxas de juros subsidiadas, é concebido com o objetivo de corrigir distorções no mercado de crédito. Essas distorções podem ser provenientes tanto do subdesenvolvimento do mercado financeiro, em especial do de crédito, quanto da existência de assimetrias de informação e falhas de mercado. Essas falhas de mercado podem elevar os custos de transação, causando sub aproveitamento de crédito em vários segmentos.

O que a teoria de informação imperfeita no mercado de crédito mostra, conforme Stiglitz & Weiss (1981), é que elevadas taxas de juros impõem às instituições financeiras o problema de seleção adversa, uma vez que apenas tomadores sujeitos aos piores riscos estarão dispostos a pagar maiores taxas. Nesse sentido, quando as taxas são elevadas, mesmo havendo um excesso de demanda por recursos, o equilíbrio de mercado pode ser caracterizado pelo racionamento de crédito, impossibilitando a equalização entre demanda e oferta de recursos. Para eles, as taxas de juros funcionariam como um “dispositivo de rastreamento”, e na medida em que elas aumentam, cresce a média do risco dos empréstimos, reduzindo a possibilidade de retorno dos bancos. Os subsídios, portanto, aumentam a taxa de juros do segmento livre do mercado de crédito.

De outro modo, essa situação também afeta a ação dos tomadores de empréstimos, conforme postulado pela teoria do efeito dos incentivos. Uma vez que as altas taxas reduzem o retorno dos projetos, o maior nível das taxas de juros induz as firmas a empreenderem projetos com maiores retornos, mesmo que estes estejam mais suscetíveis ao risco e com menores possibilidades de sucesso.

Assim, concluem que em uma situação de altas taxas de juros há o aumento da fragilidade do portfólio de crédito bancário, da mesma forma em que desencorajam investimentos seguros e encorajam o investimento em projetos de maior risco. Tais conclusões têm sido utilizadas por outros autores como uma importante justificativa em favor à prática do crédito subsidiado, especialmente em economias menos desenvolvidas, uma vez que permitem reduzir as taxas de juros e mitigar os problemas apontados.

A teoria da liberalização financeira⁶, ao contrário, condena as políticas de crédito e taxas de juros subsidiadas. Isto porque as taxas subsidiadas geram uma carência crônica de poupança interna, criando a necessidade artificial de uma política de crédito, como postulado por Shaw e McKinnon (1973). Como resultados criam-se distorções dos incentivos ao investimento privado, comprometendo o desenvolvimento econômico.

Sob a égide da discussão dos subsídios, Mises (1949) se destaca por considerar, além dos benefícios, os custos advindos da implantação de um sistema de subsídios, sustentado pela teoria do custo de oportunidade e do custo marginal. Para ele, quando o governo confere subsídio a um setor, a sinalização que se oferece para o mercado é de que determinados projetos tornam-se lucrativos, mesmo que estes não fossem viáveis economicamente. Assim, recursos da sociedade seriam realocados para obras de cunho político, podendo gerar escassez de recurso para outros projetos e investimentos que conferissem um maior retorno para a sociedade. Conclui, portanto, que o custo da política de subsídios, entretanto, é o ônus duplamente imposto ao cidadão, que tem que arcar como contribuinte, financiando indiretamente os subsídios, e como consumidores, pagando preços maiores do que o preço de mercado.

Os autores liberais, influenciados pelo pensamento de Mises, enxergam o subsídio, em sua forma plena, como uma grave interferência no mercado. Como explica Coimbra (2000), uma vez que este mecanismo compreende a concessão de recursos públicos para viabilizar o desenvolvimento econômico de uma atividade privada, surge um enorme descompasso na estrutura produtiva das empresas. Por um lado, sob uma análise horizontal, há o benefício de um setor em detrimento de outro. Por outro, sob a estrutura vertical, firmas de um mesmo

⁶ O modelo de liberalização financeira baseia-se em três princípios: (i) o financiamento do crescimento requer poupança prévia, (ii) poupança agregada é função positiva da taxa de juros; e (iii) mercados livres conduzem o nível de taxa de juros ótima, assim como a poupança agregada e a taxa de crescimento. Esta última originou a teoria da “Hipótese de Mercados Eficientes”.

setor são beneficiadas em detrimento de outras. Assim, o Estado interfere de forma significativa no sistema de concorrência, fator primordial para o exercício da livre iniciativa.

Portanto, sob a fundamentação do liberalismo clássico, a constatação do Estado sobre a necessidade de investimento em determinados setores da economia que por si só não são atrativos aos investidores e a consequente implantação de políticas de subsídios provocam outros [e graves] efeitos no equilíbrio de mercado.

Apesar disso, o subsídio às taxas de juros é amplamente aceito como forma de desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo. A cumprimento de políticas sociais pode se alcançado, dessa forma, a partir da alocação de crédito de forma direcionada pelo governo, conforme defendido por De La Torre *et al* (2005).

Seção 1.2

O impacto das taxas de juros na decisão de consumo e investimento

O debate sobre a importância e influência das taxas de juros iniciou-se, dentro das correntes do pensamento econômico, com a teoria desenvolvida por Alfred Marshall (1890). Posteriormente, a partir das análises de F.H. Knight (1934), aprofunda-se o debate sobre a definição de juros, conceituando sua funcionalidade como sendo aquela que proporciona afluência da poupança ao mercado no mesmo ritmo à sua absorção pelos investimentos que, por sua vez, geram uma taxa de retorno igual àquela paga pelos poupadores.

Como observado por Novaes de Almeida (2009), os primeiros registros da percepção de que a moeda influencia a atividade econômica ocorreram em Petty, que a partir da exploração de sua função como meio de pagamento postulou o efeito da moeda sobre o produto. A aceitação dessa teoria por outros autores, os chamados pré-clássicos, se mostrou visível com a excessiva expansão monetária e posterior estouro da bolha de Mississippi, em 1720. A profunda repercussão desse evento levou à conversão dos estudiosos da economia na convicção de que tanto o banco central como a moeda devem ser neutros.

Sob a abordagem de Petty, John Locke iniciou a análise da relação entre moeda e o mercado de bens via taxa de juros. Sob influência da Teoria Quantitativa da Moeda⁷, Thornton (1802)

⁷ A teoria quantitativa da moeda postula a identidade entre a quantidade de moeda em circulação e o nível geral de preços. A grande referência feita no campo da macroeconomia relaciona-se, entretanto, com versões mais elaboradas do início do século, a partir das equações de troca de Fisher (1911), que adota a versão transacional da velocidade de circulação da moeda, e a equação de Cambridge, cuja postulação de ordem microeconômica adota o enfoque de encaixe em detrimento do transacional (Moraes Junior, 1994). A forma

observou que a expansão monetária repercutiria em um efeito multiplicador nos depósitos bancários, aumentando a oferta de recursos no mercado de fundos emprestáveis, o que consequentemente levaria à redução do nível de equilíbrio das taxas de juros. Com taxas de juros menores, haveria uma expansão da demanda de bens, elevando os preços e retomando um novo equilíbrio de mercado, superior ao anterior.

Wicksell (1898) continuou o desenvolvimento da teoria quantitativa da moeda com a incorporação de outro elemento analítico: a taxa de juros natural. Para Wicksell, a transmissão monetária, conforme demonstrada pela identidade da teoria quantitativa, poderia ocorrer de forma direta ou indireta. Na primeira hipótese, considerava que variações na oferta de moeda impactam diretamente a demanda por bens e serviços. O mecanismo indireto, por sua vez, se apoia no reconhecimento que variações no estoque de moeda (e em sua velocidade) impactam o nível geral de preços via taxa de juros. Isto é, quando há um aumento (diminuição) na oferta de moeda, primeiramente se reduzia a taxa de juros, elevando-se posteriormente a demanda por bens, causando então um aumento (redução) no nível de preços.

Na presença de bancos e de criação de moeda fiduciária decorrente das operações de depósitos, a teoria quantitativa se aprimorava com a inserção do mecanismo de taxa natural. Neste caso, a variação no nível de preços era determinada pela diferença entre a taxa de juros de mercado⁸ e a taxa natural de juros⁹.

A partir desse raciocínio, é possível aprimorar a análise sobre o efeito das taxas de juros efetivamente praticadas no mercado com o nível de atividade econômica e as causas de seus desequilíbrios. Quando a taxa de empréstimo permanece abaixo da taxa natural de juros significa que o custo do capital é menor que sua produtividade marginal. Nesse caso, aumentam os incentivos para o financiamento de novos investimentos e a demanda por crédito, de forma não proporcional à variação no estoque de poupança. As instituições

como é utilizada hoje foi aperfeiçoada por Stuart Mill (1848) chega a conclusão de que o total de bens vendidos deve ser equivalente ao produto do total de moeda pelo número de compras feito por cada unidade de moeda, expressa pela identidade: $MV = PT$, em que M é o estoque de moeda, V a velocidade de circulação da moeda, P o índice de preços e T o valor das transações na economia.

8 A taxa de juros de mercado é aquela determinada no mercado de crédito do sistema bancário, cobrada pelos bancos pelos empréstimos oferecidos.

9 A taxa natural de juros é a taxa concebida pela teoria monetária, determinada no mercado de fundos emprestáveis. Ou seja, aquela que iguala *ex-ante* a poupança e o investimento, correspondendo à produtividade marginal ou à taxa de retorno do capital. Assim, essa taxa representa o equilíbrio que mantém o nível de preços estável.

bancárias conseguem acomodar essa maior demanda por meio da expansão do volume de depósitos. Entretanto, ao prover o excesso de crédito, deslocam a curva de demanda agregada e pressionam os preços para cima. Portanto, enquanto o diferencial de juros durar, haverá um aumento persistente e cumulativo nos preços. Posteriormente, estabelece-se um novo equilíbrio, superior ao anterior.

Na visão clássica, os juros são definidos como o preço pago pelo serviço do capital, como proposto em Ely (1920). Esta constitui a definição corrente de juros, e advém da relação estabelecida pelos economistas clássicos entre os fatores de produção (terra, capital e trabalho) e suas formas de remuneração (aluguel, juros e salários). Ricardo (1817), foi o primeiro a demonstrar essa relação.

A origem dos juros¹⁰ também foi inicialmente estudada por Eugene von Bohn-Bawerk (1886), que identificou na correspondência entre a diferença de valor (utilidade) entre bens presentes e bens futuros a base para a incidência dos juros. De acordo com Garrison (2010), as taxas de juros envolvem necessariamente a comparação entre diferentes períodos de tempo, coordenando os planos de produção com as preferências intertemporais de consumo.

De forma análoga, Walras (1874) sustenta que a cada possível taxa de juro, há uma soma que os indivíduos poupam e outra que investirá em novos bens de capital, sendo esta fixada no nível em que a poupança é igual à demanda desse mesmo capital. Mais tarde, Mises concluiu que as taxas de juros representam a real disponibilidade de bens de capitais e poder de consumo, estabelecido pela relação de preço de mercado entre bens presentes e bens futuros.

A partir desse conceito, Mises propõe outra teoria, menos convencional, que apresenta o processo de determinação das taxas de juros: a Teoria do Juro Originário¹¹. Sob a influência principiológica da ação humana na preferência intertemporal, demonstrou que os juros não

10 Apesar da determinação das taxas de juros ser motivo de controvérsia na literatura econômica, há consenso de que o debate a esse respeito foi teoricamente irrelevante, ao passo que essas discussões residem em qual mercado ela é determinada: de fundos emprestáveis ou monetário (Oreiro, 2000). Essa posição foi inicialmente sugerida por Hicks (1939), que mostrou não ser relevante a forma em que é apresentada a questão. Ao contrário, ambas as teorias levam ao mesmo resultado, desde que seguidas adequadamente cada uma das abordagens. Esse aspecto foi posteriormente endossado por Patinkin (1958), para o qual as teorias apenas seriam formas alternativas de abordar os determinantes das taxas de juros.

¹¹ De forma análoga à Wicksell, Mises faz uma diferenciação entre juro originário e juro bruto de mercado. O primeiro constitui uma grandeza, determinado pelas preferências intertemporais dos agentes e de sua valoração subjetiva, enquanto o segundo refere-se às taxas pactuadas contratualmente no mercado financeiro, uniformes ao longo do tempo. Essa concepção difere dos clássicos na medida em que o juro não é considerado um preço, determinado pela oferta e demanda de capitais, ao contrário, determina o equilíbrio entre recursos disponíveis no presente e no futuro.

apresentam uma conexão com os fatores de produção, ou seja, a produtividade do capital, conforme explicados pelos economistas clássicos¹². Para o autor, o juro era determinado pela utilidade. Representa, portanto, a diferença entre o valor atribuído aos bens presentes e àquele atribuído aos bens futuros¹³.

Por ser definida como a relação entre moeda disponível no presente e quantidade disponível no futuro, Mises conclui que a taxa de juros direciona a ação de investimento dos empresários¹⁴, uma vez que esta determina o tamanho do período de espera e de produção de cada setor da indústria. Nesse sentido, o valor do desconto atribuído ao consumo futuro traz uma alternativa à visão convencional em relação à acumulação de capital e de disponibilidade de poupança para a determinação do investimento.

Novamente, Mises ressalta um outro aspecto pouco observado pelos demais estudiosos da época, a análise do efeito das taxas de juros sobre a decisão de alocação de recursos entre os diversos setores da economia e seu impacto no equilíbrio de mercado, para além dos efeitos sobre a produção e outras variáveis reais da economia.

Somado a isso, e sob a égide da taxa natural de Wicksell, Hayek consolida sua teoria de moeda neutra¹⁵, trazendo uma nova análise para o impacto das taxas de juros no mercado. Para ele, a moeda não afeta preços individuais apenas via nível geral de preços (inflação), mas também, e principalmente, por causa da mudança que gera nos preços relativos, conforme explicitado em Steele (1996). Hayek avança ainda mais na análise das taxas de juros, avaliando também sua influência na esfera real das relações econômicas.

¹²Para os economistas clássicos, as taxas de juros refletem o equilíbrio entre a demanda por investimento e a disponibilidade a poupar, no mercado de fundos emprestáveis. As taxas de juros são então determinadas pelo equilíbrio desse mercado, onde a demanda por investimento é dada pela produtividade marginal do capital e a oferta de recursos pela disponibilidade a poupar, resultado das preferências intertemporais dos agentes.

¹³Em Mises, o valor dos bens futuros pode ser auferido a partir dos diversos fatores de produção, uma vez que estes são meios utilizados para sua produção, originando os bens futuros. Estes sempre teriam o valor menor que o valor presente dos correspondentes bens de consumo.

¹⁴Mises (1949[1995], 542) ensina que “em um determinado mercado, quando a margem entre os preços dos bens presentes e dos bens futuros se afasta da margem prevalecente em outros setores, a propensão dos homens de negócio para atuar nos setores em que a margem é maior e evitar setores em que a margem é menor provoca uma tendência de equalização”. Isso ocorre segundo suas premissas de economia uniformemente circular, moeda neutra, e ausência de interferência institucional na determinação do nível de acumulação de capital e das taxas de juros.

¹⁵O primeiros grandes trabalhos de Hayek a tratar da teoria da moeda neutra foi “Monetary Theory and the Trade Cycle” (1929) e “Prices and Production (1931), revisado e ampliado na edição de 1935. Nesta última, Hayek define que a moeda é neutra quando as condições do ambiente tornam concebíveis que eventos monetários ocorram como se estivessem sendo influenciados por fatores reais, que são determinados em condições de equilíbrio da economia. Essa situação é análoga ao equilíbrio de Wicksell, quando as taxas de mercado se igualam à taxa natural de empréstimos, ou quando poupança se iguala a investimentos, ex-post.

Uma vez que o nível de preços é o meio de comunicação entre milhares de participantes interativos do sistema econômico, surge a importância de manutenção desse sistema afastado de influências exógenas ou do impacto inflacionário da expansão monetária.

Efeitos monetários afetam a esfera real da economia por meio da indução de mudança nos preços relativos ou na taxa de juros, causados especialmente pelo mecanismo de poupança forçada¹⁶. Hayek aprofunda ainda mais este raciocínio demonstrando que expansões monetárias acompanhadas de operações de empréstimos a uma taxa superior àquela observada nas operações de poupança voluntária (ou seja, a taxa natural) poderiam levar a destruição da alocação dos recursos, afetando especialmente a estrutura do capital e dos preços relativos.

O primeiro efeito estudado por ele, denominado “efeito taxa de juros” conclui que o impacto mais significativo decorrente das mudanças nas taxas de juros é o efeito nos preços via demanda nos fatores intermediários de produção, e não decorrente da relevância das taxas de juros enquanto apenas um custo direto de produção. Segundo Hayek, em um ambiente onde investidores alocam recursos para atingir o lucro máximo, a mudança nas taxas de juros altera toda a estrutura do processo produtivo.

A essa distorção nos preços relativos, decorrente da alteração dos incentivos para alocação de recursos devido à mudança de rentabilidade entre os segmentos mais e menos intensivos em capital, Hayek denominou “efeito preços relativos”. Para ele, essas distorções constituíam o principal fator causador das flutuações cíclicas, que resultariam em crises econômicas.

A partir de sua análise, surge o antagonismo no mecanismo de subsídio: benefícios da geração de desenvolvimento econômico por meio da concessão de subsídio e custos da intervenção econômica no equilíbrio de mercado e estrutura produtiva.

16 A situação de poupança forçada ocorre quando as taxas de mercado são inferiores à taxa natural de empréstimos.

Capítulo 2

O crédito subsidiado como alternativa de política de desenvolvimento econômico

Como ressaltou Antônio Lima (1999), o processo de desenvolvimento econômico repousa em dois pilares fundamentais: a acumulação de capital e o desenvolvimento tecnológico, ambos atingidos por meio do investimento. No que se refere ao processo de financiamento do investimento a partir de recursos provenientes de poupança, o aprimoramento dos processos que visam o desenvolvimento se depara com o trade-off da alocação dos recursos escassos da poupança entre as várias alternativas de projetos a serem financiados. Como resposta, exige-se racionalidade na aplicação desses recursos, a fim de maximizar os benefícios minimizando os custos privados e sociais.

O crédito, por sua vez, tem constituído o principal instrumento de política adotada pelos governos de países periféricos (subdesenvolvidos), os quais influenciados pelo pensamento cepalino enxergam na industrialização acelerada e planejamento estatal o principal caminho para o desenvolvimento. A visão intervencionista do setor público no financiamento do investimento de longo prazo claramente se apresenta na montagem do novo sistema monetário internacional em Bretton Woods, em 1944.

Em Antônio Lima fica evidente que o sistema de crédito conta com três instrumentos principais: crédito de longo prazo, aporte de capital de risco, e mobilização de fluxos financeiros. Historicamente tem-se observado que, no âmbito governamental, o crédito de longo prazo tem sido atribuído como função dos bancos de desenvolvimento, os aportes de capital de risco às companhias de participação, e a mobilização de fluxos financeiros tem sua origem nos fundos de poupança ou do próprio capital social alocado nas instituições do sistema.

Entre as características assumidas pela intervenção estatal destacam-se os estímulos financeiros destinados ao setor privado, assim como a função central do Estado na formação de poupança, como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), Fundo de Participação Pis/Pasep e Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), e na alocação desses recursos para viabilização de investimentos por meio dos mecanismos de crédito de longo prazo, viabilizados por meio do financiamento direcionado.

Grandes são as divergências na literatura econômica quanto ao papel do governo enquanto agente promotor do desenvolvimento econômico. Atualmente, a maioria dos economistas

aceita a proposição de que os mercados, por si só, não são capazes de alcançar sua eficiência, podendo falhar em alguns segmentos, argumentando a necessidade de políticas estatais a fim de reduzirem essas deficiências. Da mesma forma, muitos outros contestam que as ações governamentais, em geral, são contraproducentes na prática, não alcançando o fim proposto e gerando um custo maior ao mercado.

A fundamentação teórica para a orientação de que o mercado deve estar no centro da economia advém da teoria da mão invisível, de Adam Smith¹⁷. No capitalismo moderno, entretanto, essa concepção evolui para as teorias da economia de bem-estar, a qual postula que intervenções devem ocorrer apenas para solucionar externalidades, a exemplo de assimetria de informações. De um lado, argumenta-se que as políticas devem ter validade limitada, uma vez que o governo é ineficiente e o setor privado sempre faria melhor. De outro, evidências mostram que a intervenção pode melhorar a estrutura de mercado, especialmente na presença do problema do carona (*rent-seeking*).

Stiglitz (1996) aponta seis funções do governo essenciais para o desenvolvimento econômico. Entre elas, o apoio ao setor financeiro, principalmente pelo estímulo à disponibilidade de capital financeiro, cabendo às instituições financeiras a alocação desses recursos (escassos) da forma mais eficiente. De forma análoga, Stern (2002) também demonstra que o governo possui um importante papel no desenvolvimento econômico. Mas, ao contrário, sugere que sua atuação deve ocorrer por meio da criação de um ambiente favorável ao investimento, liderado pelo setor privado, garantindo indiretamente o investimento necessário para suprir as necessidades da nação.

No sentido financeiro, o crédito pode ser entendido como disposição de recursos financeiros para fazer frente a despesas ou investimentos. De acordo com José Odílio Santos (2000), a oferta de crédito deve ser vista como um importante recurso estratégico para alcançar as metas financeiras, seja atendendo as necessidades dos supridores de capital, seja agregando valor ao patrimônio dos acionistas. Adicionalmente, Securato (2012) conclui que a operação

¹⁷Adam Smith (1723-1790), o pioneiro do liberalismo, em “A Riqueza das Nações” (1789) investiga a natureza das trocas comerciais e financeiras e propõe diretrizes para estimular o desenvolvimento das nações por meio do enriquecimento individual dos cidadãos. Para ele, os pilares do incremento da riqueza são as liberdades de investimento e de comércio e a não intervenção estatal. Assim, o funcionamento natural dos mercados garantia o equilíbrio das iniciativas de seus agentes na direção do próprio interesse, resultando na melhor resposta ao interesse social - a esse movimento denominou “intervenção auto reguladora de uma ‘mão-invisível’”.

de crédito é uma operação de empréstimo (ou financiamento), que sempre pode ser considerada dinheiro sobre a qual incide uma remuneração denominada juros.

Torres Filho & Costa (2012) mostram como a estratégia do desenvolvimento suportado pelos recursos públicos, especialmente o crédito, foram desenvolvidas ao longo do tempo. De 1952 a 1964 esteve em foco programas de financiamento da infraestrutura indústria de base; no período que vai de 1964 a 1984 destacaram-se os financiamentos à indústria de base e os programas de socorro a empresas em situação falimentar; posteriormente, de 1985 a 2002, houve grande direcionamento ao financiamento da exportação e programas de privatizações, enquanto de 2003 a atualidade, tem-se observado o grande financiamento público para a retomada do crescimento sustentado por ciclo de investimentos e políticas anti-cíclicas. No sentido amplo, o direcionamento de crédito pode ser definido como a promoção de investimentos a partir da captação de recursos de terceiros pelo poder público.

Conforme o glossário do Banco Central, o crédito direcionado pode ser definido, de forma restrita, como:

“Operações de crédito regulamentadas pelo CMN ou vinculadas a recursos orçamentários destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósitos à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.”

A definição está correta, mas mistura conceitos conflituosos, como a falta de distinção entre fontes de receita tributárias e de passivos financeiros livres, como depósitos à vista e de poupança. Com essas especificações o conceito seria melhor redefinido.

Seção 2.1

Bancos de Desenvolvimento - BNDES e bancos regionais – e o setor de infraestrutura

Os bancos de desenvolvimentos visam proporcionar o suprimento de recursos necessários, de médio e longo prazo, ao investimento de projetos que visem o desenvolvimento econômico e social do estado. Em decorrência, podem assumir um papel fundamental em momentos de crises, períodos caracterizados pela retração do financiamento privado.

Além & Madeira (2015) explicam o papel anticíclico dos bancos de desenvolvimento em duas fases. No curto prazo, sua atuação concentra-se nas funções anticíclicas e estabilizadoras, garantindo a oferta de crédito em momentos de maior incerteza, onde ele se

encarece pelo aumento da preferência da liquidez. No longo prazo esses bancos são responsáveis pela oferta de crédito para projetos estratégicos ao desenvolvimento econômico, especialmente aqueles que possuem elevado prazo de maturação e não são atrativos ao setor produtivo, o que constitui sua principal característica operacional. Concluem, portanto, que a atuação por meio desse instrumento gera externalidades positivas para toda a economia.

Vários são os estudos que identificam a importância do BNDES para a economia brasileira. Maria Julia (2014) mostrou o impacto do crédito concedido pelo banco no PIB dos municípios brasileiros, chegando ao resultado de que cada R\$ 1 desembolsado repercutia no acréscimo de R\$ 0,29 no PIB per capita. Entretanto, há lacunas quanto ao desempenho do crédito livre, e faltam mecanismos de comparação com a performance verificada nos recursos direcionados. É claro que para saber o real impacto do BNDES é necessário compará-lo como o acréscimo do PIB gerado pelo crédito total.

Machado, Parreira e Peçanha (2011) demonstraram que há um efeito positivo na utilização do Cartão BNDES para o crescimento do emprego nas empresas que se utilizam desse instrumento, com impacto de aproximadamente 10% de aumento sobre o emprego médio, especialmente em micro e pequenas empresas. Roberto Parreira (2007), por sua vez, constatou que empresas apoiadas pelo BNDES geraram mais empregos do que as não apoiadas, com um desempenho médio de 6,71 pontos percentuais maior, no período de 1999 a 2004. Os trabalhos não discutem, entretanto, o efeito do BNDES na concentração de renda, já que a maior parte de seus recursos é direcionada a empresas de grande porte, capazes de conseguir recursos a taxas competitivas no mercado crédito convencional. De 2012 a 2014, cerca de 60% dos recursos desembolsados pelo BNDES foram destinados para projetos de grandes empresas.

Nessa esteira, Marcelo Medeiros e Pedro Souza (2013) demonstraram que um terço da concentração de renda brasileira advém de políticas do próprio governo, a exemplo das transferências de recursos do Tesouro para financiamento de empresas eleitas estratégicas, por meio do BNDES. Esses recursos, originários especialmente de receita tributária, advém majoritariamente de tributos indiretos. Na prática, há transferência de recursos das classes mais baixas (as mais tributadas pelo sistema tributário regressivo) para as grandes empresas.

No que se refere à produtividade das empresas, De Negri, De Negri & Alez (2008) estimaram o impacto do financiamento do BNDES sobre os indicadores de desempenho das empresas

financiadas, concluindo que as linhas de financiamento afetam fortemente e positivamente as taxas de crescimento da produtividade do trabalho, número de empregados e receita líquida. Entretanto, Coelho e De Negri (2010) demonstraram posteriormente que no caso específico da produtividade total dos fatores, os financiamentos passam a ser pouco significativos para as firmas mais beneficiadas pelos recursos do BNDES.

O modelo de fomento a partir da concessão de recursos estatais iniciou com a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), em 1952. Atualmente, o sistema BNDES expandiu-se para abranger a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME)¹⁸ e BNDES-Participações S/A. No final da década de 50, e diante das grandes disparidades regionais, iniciou-se um importante processo de descentralização espacial do crédito ao desenvolvimento, surgindo nas décadas seguintes os bancos estaduais de desenvolvimento.

A estrutura de capital do BNDES, isto é, a forma que o banco financia seus ativos, é composta principalmente por duas fontes de recursos. A primeira fonte é a emissão de títulos pelo Tesouro Nacional, sendo este o principal credor do banco desde 2010. Em 2013, o BNDES efetuou a captação de R\$ 41 bilhões¹⁹ por meio de aportes do Tesouro Nacional. Em 2014, o montante aportado se aproximou a R\$ 60 bilhões²⁰. Em relação a estrutura total, os repasses por meio do Tesouro Nacional apresentaram 53,5% da estrutura total do capital em 2013, e 52,8% em 2014. Os títulos são remunerados à taxa over Selic, e os recursos emprestados, pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJPL).

O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) é o outro meio de financiamento expressivo do banco. Constitucionalmente é permitido o repasse de até 40% de seu montante para operações relativas ao setor de infraestrutura. Esta linha de financiamento divide-se entre FAT constitucional e FAT depósitos especiais, que representaram em 2013 e 2014, respectivamente, 22,8% e 23,4% da estrutura total do capital. Semestralmente, o BNDES

¹⁸ Criada pelo Decreto nº 59.170, de 1966, o Finame constitui uma linha de financiamento indireto, isto é, que ocorre por meio da intermediação de outras instituições financeiras, cuja finalidade é o financiamento para produção e aquisição de máquinas, equipamentos e bens de informática e automação novos, de fabricação nacionais. Seus recursos provêm especialmente de recursos mobilizados do BNDES e de aportes do Tesouro.

¹⁹ Foram considerados o aporte de R\$ 2 bilhões realizado por meio da Medida Provisória nº 472, de 2013, de R\$ 15 bilhões pela Medida Provisória nº 618, de 2013 e de R\$ 24 bilhões com a Medida Provisória nº 628, de 2013, todas elas transformadas em lei ordinária.

²⁰ Captações realizadas por meio das Medidas Provisórias nºs 633, de 2013, e 661, de 2014, autorizando a concessão de créditos no valor de R\$ 30 bilhões cada uma delas.

transfere ao FAT o valor correspondente à remuneração dos recursos ordinários à TJLP, sendo este pagamento limitado a 6% a.a.

Por fim, o BNDES conta ainda com a receita de outras operações como reembolsos e juros de empréstimos, emissão de debêntures para financiamento específico de infraestrutura do BNDESPAR, entre outros meios menos relevante e com menor participação em sua estrutura de capital. Esses recursos representaram 15,8% e 14,8% de sua estrutura total em 2013 e 2014, respectivamente.

Em 31 de dezembro de 2014, o passivo circulante do BNDES era estimado em R\$ 50.453 milhões, enquanto que o exigível a longo prazo somava R\$ 760.489 milhões, ou seja, é uma instituição para-fiscal.

O BNDES não faz estimativa sobre os subsídios recebidos, quer baseado na taxa de mercado, que na captação, negligenciando que essas captações são *ad hoc*, sem planejamento global.

Seção 2.2

Bancos Públicos

O papel dos bancos públicos é amplamente discutido na literatura do desenvolvimento econômico, cujos resultados apresentados são controversos (Korner & Schneibel, 2010). Apesar disso, a existência de bancos públicos é amplamente defendida em economias onde há escassez de capital, cujo excesso de desconfiança pela escassez de informação desencoraja a concessão de crédito de longo prazo. Nesse sentido, a teoria desenvolvimentista postulada por Gerschenkron (1962) aponta que bancos públicos contribuem para o desenvolvimento ao substituírem a concessão de crédito privado em ambientes de economia e instituições fracas.

Na visão social, defendida por Atkinson e Stiglitz (1980), os bancos públicos devem perseguir o desenvolvimento social. Para os autores, o crédito público adquire importância ao mitigar as falhas de mercado e permitir a expansão dos serviços financeiros, que estão positivamente relacionados com o crescimento econômico. Francisco et al. (2008) reconheceu a utilização desses bancos como uma importante forma do governo alocar crédito de forma direcionada.

Apesar disso, a partir de uma perspectiva política é possível perceber que existe um conflito de interesse entre a sociedade e os políticos, no que se refere à utilização de instituições públicas. Para Boycko, Shleifer e Vishny (1996), por exemplo, os políticos utilizam bancos

públicos com o intuito satisfazer seus interesses políticos, como maximizar a possibilidade de serem reeleitos.

No Brasil, a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB) desempenham as funções atribuídas aos bancos públicos para a promoção de políticas públicas. Segundo Hartung (2002), o Banco do Brasil é o banco que mais atua no comércio exterior brasileiro, especialmente pelo apoio ao setor rural e às micro e pequenas empresas²¹. A Caixa Econômica Federal, por sua vez, exerce a função social de promoção do direito à moradia²², por meio de financiamentos imobiliários subsidiados.

2.2.1 Crédito Rural

Sergio Pereira Leite (2001) mostra que há na literatura especializada no processo de modernização agropecuária nacional consenso sobre a importância da política de crédito rural na transformação da realidade dos estabelecimentos agrícolas. Entretanto, ao verificar a eficácia do crédito rural sob uma ótica regional a partir de dados referentes ao ano de 2006, Santos e Braga (2013) concluíram que a aplicação desses recursos incorreu em aumento da produtividade da terra apenas na região nordeste, enquanto que as regiões sul, centro-oeste e sudeste não apresentaram efeitos ou ficaram em situação ainda pior.

O Banco do Brasil, no seu papel de agente promotor de políticas públicas, representa um elo entre o Governo e o produtor rural, atuando como o maior financiador do agronegócio brasileiro em todos os segmentos e etapas da cadeia produtiva, do pequeno produtor às grandes empresas agroindustriais. O Banco utiliza recursos da Poupança-ouro, de depósitos à vista e do FAT em financiamentos rurais com taxas reduzidas, sendo as aplicações dos recursos da poupança a principal linha de *funding* da carteira. Em dezembro de 2013, o saldo dos recursos desembolsado com o crédito rural, a taxas reguladas, foi de R\$ 37,8 bilhões, enquanto que no mesmo período do ano seguinte, o montante foi de R\$ 42,6 bilhões. Esses valores representam, respectivamente, 48% e 52% da carteira total de crédito rural.

2.2.2 Crédito Imobiliário

O financiamento habitacional no Brasil é realizado a partir de três programas diferentes. O primeiro deles é o Sistema Financeiro Habitacional (SFH), que opera a partir de recursos

²¹ O Programa de Geração de Negócios Internacionais (PGNI-PME), foi desenvolvido pelo Banco do Brasil e Governo Federal com o objetivo de promover a expansão da exportação das micro e pequenas empresas.

²² Nos termos do Decreto-lei nº 2.291, de 1986.

captados pela caderneta de poupança, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), e é destinado os segmentos sociais de renda média. As camadas sociais mais elevadas são atendidas pelo Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), que compreende operações “livres”, ou seja, cujas condições são negociadas entre credores e tomadores. O subsídio de crédito no setor imobiliário é fácil de ser calculado: é a diferença entre a taxa das operações do SFI e do SFH.

Por fim, a população de baixa renda é atendida por ações específicas do setor público e dos programas estabelecidos pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (CCFGTS), cujos recursos servem de *funding* para operações subsidiadas.

Pelas regras atuais estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)²³, devem ser destinados 65% do saldo da caderneta de poupança do SBPE para o financiamento imobiliário. Desses recursos, 80% devem ser aplicados a taxas de juros reguladas nas operações do SFH e até 20% podem ser aplicados a taxas de juros livres.

Em dezembro de 2013, o saldo de operações para financiamento imobiliário com taxas reguladas atingiu 65% do volume das operações totais, com R\$ 42,5 bilhões emprestados. Em 2014, embora o saldo das operações tenha aumentado para R\$ 45 bilhões, sua parcela na carteira total decresceu para 57% do volume das operações de crédito imobiliário.

²³ Nos termos da Resolução nº 3.932, de 2010.

Capítulo 3

O custo dos subsídios e a taxa natural do sistema de crédito brasileiro

Estimar o custo implícito do subsídio de crédito brasileiro das três modalidades propostas, (crédito concedido pelo BNDES, crédito ao setor rural concedido pelo BB e crédito ao setor imobiliário concedido pela Caixa Econômica) não é uma tarefa simples, uma vez que características financeiras específicas de cada investimento como prazo dos empréstimos, carência e taxa de juros não são plenamente divulgados.

Assim, a apresentação de uma estimativa dos custos desses empréstimos será feita a partir das taxas médias apresentadas para cada operação, de acordo com dados consolidados e divulgados pelo Banco Central do Brasil nas séries históricas disponibilizadas com a Nota de política monetária e operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Serão utilizados dados referentes ao saldo no mês de dezembro, uma vez que este reflete o valor do estoque correspondente para o período. A análise abrange os anos de 2011 a 2014, por ser a partir desse ano que os dados passaram a ser discriminados entre as modalidades do crédito direcionado, a saber, rural, imobiliário, do BNDES e microcrédito. Adicionalmente, serão adotadas as seguintes definições:

- (i) Crédito a taxas livres²⁴: empréstimos ou financiamentos concedidos a taxas de mercado, negociadas entre instituição e consumidor, com recursos livres ou direcionados.
- (ii) Crédito a taxas controladas: empréstimos ou financiamentos concedidos a taxas controladas, subsidiadas pelo governo, consistindo na totalidade dos recursos direcionados concedidos com taxas subsidiadas.
- (iii) Recursos Livres: recursos que são totalmente aplicados a taxas livres;
- (iv) Recursos Direcionados: recursos aplicados em setores específicos, a taxas livres ou controladas. Podem ser concedidos na forma de crédito a taxas controladas ou crédito a taxas livres.

Alternativamente, propõe-se sua mensuração a partir do custo de oportunidade para a realização de cada operação. Para isso, supõe-se que os recursos sejam todos financiados por

²⁴ Foi considerado que todo empréstimo ou financiamento concedido pela modalidade de recursos livres é emprestado a taxas livres, para fins de simplificação. As seguintes operações são classificadas na carteira de recursos livres: aquisição de veículos, aquisição de outros bens, arrendamento mercantil, *vender, comprar*, cartão de crédito, operações de crédito referenciadas em moeda estrangeira, financiamento de exportações e de importações, repasse externo, cheque especial, crédito especial, crédito consignado, entre outros. Algumas operações podem ser alvo de políticas específicas e contar com subsídio em suas taxas.

passivos dos bancos, de forma que a diferença entre o custo de captação e a remuneração do empréstimo representaria o valor despendido com subsídios. Por fim, a partir da replicação de metodologia recentemente proposta para mensuração do custo da intermediação financeira das operações americanas, será brevemente apresentado o custo correspondente às operações brasileiras. A partir desse raciocínio, é possível especular uma taxa de juros próxima à taxa natural de mercado, na concepção de Wicksell, aquela vigente na ausência de interferências exógenas do mercado de crédito.

Algumas alterações em relação à disposição dos dados ofertados pelo Banco Central foram feitas. Nas séries disponibilizadas pelo banco, os recursos direcionados correspondem à totalidade dos recursos aplicadas nos quatro grandes segmentos considerados básicos: rural, imobiliário, investimentos do BNDES (capital de giro, investimentos e agroindústria) e microcrédito. O crédito livre corresponde, complementarmente, aos recursos aplicados nas demais operações de empréstimo, financiamento ou arrendamento mercantil. Para a análise aqui proposta, foram considerados para efeitos de crédito direcionado apenas aqueles recursos concedidos a taxas reguladas. O saldo dos recursos dessas modalidades concedidas a taxas de mercado foram incorporados no segmento livre. O critério de diferenciação consiste, portanto, na taxa de empréstimo, e não na modalidade da operação concedida como é adotado pelo Banco Central, razão pela qual os saldos de cada carteira divergem das estatísticas apresentadas pela instituição. As tabelas abaixo representam o saldo das carteiras de crédito livre e direcionados a partir das duas concepções mencionadas.

Tabela 1: Crédito do Sistema Financeiro – Carteira discriminada por modalidade de recursos (valores em R\$ bilhões)

Fonte: Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 1, 2 e 3. Acessado em 27.06.2015
Elaboração própria.

Tabela 2: Crédito do Sistema Financeiro – Carteira discriminada por taxa de juros livre ou controlada (valores em R\$ bilhões)

Fonte: Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 2, 7 e 8. Acessado em 27.06.2015.

Elaboração própria.

Nota: As carteiras diferenciadas pela taxa adotada pela operação: regulada ou livre. Assim, operações na carteira de crédito rural e imobiliário que foram concedidos à taxas de mercado foram considerados no seguimento livre.

Assim, em 2014, o saldo total do crédito livre (R\$ 1.713) foi calculado com base no saldo de recursos livres (R\$ 1.577), sendo a diferença o saldo dos recursos direcionados concedidos a taxas livres ($R\$ 1.713 - R\$ 1.577 = R\$ 136$). As operações por modalidade encontram-se discriminadas no Anexo I.

Seção 3.1

Diferencial entre taxas médias

Um método para apuração dos valores implícitos aproximado dos subsídios é pela diferenciação entre a remuneração decorrente dos recursos aplicados pelas taxas subsidiadas e dos recursos aplicados a taxas de mercado. Esse cálculo, apesar de simples, permite verificar a diferença do custo do crédito subsidiado em relação à mesma categoria na modalidade livre.

A diferença entre as taxas encontradas (taxa de mercado e taxa regulada), pode ser entendida como a taxa de subsídio. Aplicando-se essa taxa sobre o volume de recursos emprestados à taxa regulada é possível auferir o montante que foi concedido na forma de subsídio, para cada operação. Ou seja, a diferença entre o que seria pago caso os recursos fossem buscados no mercado livre. A tabela abaixo traz uma estimativa do valor total dos subsídios para cada modalidade:

Tabela 3: Valor do subsídio calculado pela diferença entre a taxa média do crédito livre e a taxa específica do crédito direcionado a taxas reguladas (valores em R\$ milhões e taxas em % a.a.)

Período	Total BNDES		Financiamento Imobiliário		Crédito Rural		TOTAL	
	valor total	taxa de subsídio	valor total	taxa de subsídio	valor total	taxa de subsídio	valor total	% PIB
2011	R\$ 90.231	22,1	R\$ 13.754	7	R\$ 5.418	6	R\$ 109.404	2,6%
2012	R\$ 88.147	18,5	R\$ 12.606	4,8	R\$ 5.541	5	R\$ 106.294	2,4%
2013	R\$ 122.701	22,2	R\$ 17.514	5,1	R\$ 12.619	9	R\$ 152.835	3,2%
2014	R\$ 193.363	30,3	R\$ 13.029	3,2	R\$ 12.702	7,3	R\$ 219.094	4,0%

Fonte: Tabelas I e II do Anexo I. Calculado pela autora.

Nota: Ressalta-se que o cálculo exclui a modalidade “microcrédito” conferida apenas para pessoas físicas, e “outros”. Os valores totais dos recursos dessas modalidades estão dispostos na Tabela II em anexo.

Observe-se, a partir da análise da tabela 3, que a quase totalidade dos subsídios corresponde aos empréstimos conferidos pelo BNDES. O banco possui uma participação extraordinária na carteira de crédito total, o correspondente a 20% do saldo total de recursos concedidos, na média do período. Ainda, este conta com 84% do valor concedido sob a forma de subsídios. Daí o interesse adiante de se aprofundar na análise do BNDES. Para efeito de comparação, os empréstimos concedidos pelo BB e Caixa em 2014 representaram 23% e 20% do crédito total, enquanto o BNDES desembolsou 21% dos recursos emprestados neste ano.

Em dezembro de 2014, a maior parte do financiamento imobiliário (68%) foi concedida pela Caixa Econômica Federal, cuja carteira atingiu saldo de R\$ 339,8 bilhões. A maior parte do crédito rural direcionado provém do Banco do Brasil, cuja carteira representa 75% do saldo total em 2014, cujo saldo alcançou R\$ 164,9 bilhões neste ano.

Para o BNDES, em especial, as taxas aplicadas pelo banco foram comparadas àquelas da carteira de crédito livre total, uma vez que a totalidade de seus recursos é emprestada a taxas reguladas. Algumas ressalvas merecem ser feitas em termos das limitações da metodologia adotada. A comparação de forma geral de todos os recursos concedidos pelo BNDES com a taxa média do crédito livre não consiste no melhor método. A maior parte dos recursos do BNDES é emprestado a empresas de grande porte, as quais conseguiriam taxas muito mais competitivas caso buscassem o volume de recursos em bancos privados. Assim, há certa superestimação pela análise por essa via. Mais adequado seria compor uma amostra de empresas de diferentes perfis, discriminando a taxa de mercado que seria concedida a cada uma delas.

Assim, a estimativa do subsídio para aplicações do BNDES poder ser alternativamente realizada a partir da comparação com a taxa de juros do crédito total, conforme visualizado na tabela 4. Essa última alternativa, entretanto, subestima os valores reais, uma vez que a taxa de juros de comparação já está implícita as taxas de subsídios, o que implicaria em dupla contagem.

Tabela 4: Valor do subsídio do BNDES em relação à taxa média do crédito total (valores em R\$ milhões e taxas em % a.a.)

Período	valor total	taxa de subsídio	%PIB
2011	R\$ 57.706	13,8	1,4%
2012	R\$ 53.297	11,2	1,2%
2013	R\$ 86.041	15,6	1,8%
2014	R\$ 106.613	16,7	1,9%

Fonte: Tabelas I e II do Anexo I. Calculado pela autora.

O subsídio do BNDES pode ser calculado, alternativamente, em relação à taxa de juros do financiamento imobiliário livre, que tem um custo menor em relação às outras aplicações, uma vez que conta com garantias imobiliárias efetivas, como alienação fiduciária e hipotecas. Sob essa hipótese, o valor aproximado do subsídio é de R\$ 30 bilhões, conforme tabela 5, abaixo:

Tabela 5: Valor do subsídio do BNDES em relação à taxa de financiamento imobiliário livre (valores em R\$ milhões e taxas em % a.a.)

Período	valor total	taxa de subsídio	%PIB
2011	R\$ 30.107	7,2	0,7%
2012	R\$ 25.697	5,4	0,6%
2013	R\$ 35.299	6,4	0,7%
2014	R\$ 30.643	4,8	0,6%

Fonte: Tabelas I e II do Anexo I. Calculado pela autora.

Essa constitui uma medida mais realista de cálculo aproximado do subsídio, uma vez que as operações do BNDES também são feitas tomando garantias reais. As garantias das operações com recursos do BNDES são constituídas, cumulativamente ou alternativamente, por: (i) hipoteca; (ii) penhor; (iii) propriedade fiduciária; (iv) fiança; (v) aval; e (vi) vinculação em garantia ou cessão sob a forma de Reserva de Meios de Pagamento, de receitas oriundas de:

transferências federais, produto de cobrança de impostos, taxas e sobretaxas, incentivos fiscais, ou rendas ou contribuições de qualquer espécie.

Entretanto, esse cálculo subestima o subsídio do BDNES porque é feito em relação a uma modalidade que tem garantias muito melhores, a do crédito imobiliário. Grande parte das operações do banco é feita em parceria com governos locais, regionais ou estrangeiros, o que dificulta a execução das garantias em caso de inadimplência, principalmente estrangeiros pela impossibilidade destes serem acionados judicialmente. O gráfico 3, a seguir, representa o *spread* entre as taxas livres e as taxas reguladas praticadas em operações do crédito direcionado.

Gráfico 3: Diferencial entre as taxas reguladas e taxas livres por modalidade

Seção 3.2

O custo de oportunidade da captação de recursos

Uma segunda opção para avaliar o custo do subsídio é a partir das estimativas do custo de captação de recursos por parte dos bancos. A diferença entre o custo de captação dos recursos e a remuneração recebida pela incidência dos juros representa uma aproximação do “lucro” obtido com as respectivas operações. Na hipótese desse resultado ser negativo, a diferença do custo que excede a remuneração representa o valor do subsídio, ou seja, o incentivo fiscal conferido para que as instituições possam operar na faixa de preço regulada. Em todos os casos, fica suposta como hipótese que os juros cobrados são as taxas médias reguladas.

Para o caso do BNDES, a taxa over Selic pode ser usada como *proxy* da taxa de captação, uma vez que a principal fonte de recursos do banco é formada por aportes do Tesouro, cuja taxa remunera os títulos públicos.

Tabela 6: Valor do subsídio pela diferença entre custo de captação e remuneração das operações do BNDES (valores em R\$ milhão e taxas em % a.a.)

Período	Taxa média de captação ¹	Taxa de remuneração ²	Taxa de subsídio	Custo de Oportunidade		
	Taxa Over Selic	Taxa média das operações do BNDES	Diferença entre o custo de captação e receita	Valor total do subsídio	Razão subsídio / resultado primário ³	
2011	10,9	9	1,9	R\$ 7.945	3,17	
2012	7,14	6,8	0,34	R\$ 1.618	0,06	
2013	9,9	6,8	3,1	R\$ 17.098	1,16	
2014	11,15	7	4,15	R\$ 26.494	35,11	

Fonte: 1) Banco Central do Brasil – Sistema de Metas para Inflação – Relatório de Inflação; 2) Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 7 e 8; 3)Ministério da Fazenda – Relatório do Tesouro Nacional, anexo.
Elaboração própria.

É possível observar que a taxa de subsídio obtida é ainda menor do que a taxa apurada em relação à taxa média de financiamento imobiliário livre. Apenas em 2014 há convergência entre os valores de subsídio para os auferidos por diferença entre taxas médias. Vale ressaltar que o valor abaixo da média em 2012 decorre da decisão para reduzir a taxa Selic para 7,25% a.a. ao final do ano. Em 2011, a meta para a taxa Selic situava-se em torno de 12%a.a. Posteriormente, em 2013 e 2014, há aumentos consistentes do valor da taxa de

subsídio em decorrência do aumento mais que proporcional da Taxa Selic em relação às taxas de juros que remuneravam os empréstimos concedidos pelo BNDES.

Ressalta-se, entretanto, o custo social da manutenção dessa política no ano de 2014. O resultado primário do Governo Central para o período foi de R\$ 755 milhões, com déficit fiscal inédito de R\$ 17 bilhões, o maior em 18 anos. Na ausência de subsídios, ou seja, sem a emissão de títulos para financiamento dos recursos do BNDES, considerando que a totalidade de seus recursos é obtida por esse meio de captação, esse valor seria aumentado em 35 vezes. Mesmo mantendo o gasto com subsídios no mesmo nível que ano anterior, o governo poderia aumentar seu resultado primário em 23 vezes.

Para o crédito rural e financiamento imobiliário, cabe a utilização de taxas de remuneração de operações de renda fixa como *proxy* do custo de captação, como caderneta de poupança, depósitos de longo prazo (CDB e CDI) e letras financeiras (LCR e LCI). Para efeitos de cálculo da taxa de subsídio, foi considerada apenas a taxa de rentabilidade dos depósitos de poupança, uma vez que esta modalidade conta com o maior volume de direcionamento de recursos, conforme pode ser observado na tabela IV do anexo 1. A tabela V do anexo discrimina as taxas de captação, de remuneração e de subsídio para operações de crédito rural e financiamento imobiliário. Este último, entretanto, não apresentou subsídio na captação, uma vez que as taxas cobradas são superiores aquelas praticada na captação. Foram estimados, então, os subsídios apenas do crédito rural, uma vez que as operações de financiamento imobiliário possuem remuneração maior do que seu custo. As operações encontram-se discriminadas na tabela V em anexo. Cabe destacar aqui que uma importante parcela do *funding* para o setor advém de recursos do FGTS, que possuem remuneração de 3%a.a. mais TR, extremamente abaixo até mesmo da correção monetária.

Em relação ao financiamento imobiliário, há que se mencionar que a insuficiência de recursos da poupança direcionados para o setor imobiliário chegou a R\$ 190 milhões ao final de 2014. Fato este que impulsionou o governo a liberar mais recursos do compulsório para aplicação nessa modalidade de financiamento. A escassez de fontes alternativas de recursos de longo prazo para a consolidação do *funding* do setor imobiliário resulta em uma excessiva demanda sobre os recursos do FGTS e da caderneta de poupança, principais meios de *funding* para a modalidade.

Tabela 7: Valor do subsídio pela diferença entre custo de captação e remuneração do crédito rural
(valores em R\$ milhões e taxas em % a.a.)

Período	Taxa média de captação ¹	Taxa de remuneração ²	Taxa de subsídio ³	Custo de Oportunidade		
	Rentabilidade da Caderneta de Poupança	Taxa média do crédito rural	Crédito Rural	Valor total do subsídio no Crédito Rural	Razão subsídio / resultado primário*	
2011	6,81	5,9	0,91	R\$ 822	0,33	
2012	5,95	4,9	1,05	R\$ 1.164	0,04	
2013	5,24	4,8	0,44	R\$ 617	0,04	
2014	6,36	5,5	0,86	R\$ 1.496	1,98	

Fonte: 1) Sistema Gerenciador de séries temporais, séries n°s: 25, 195 e 7836, 2) Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 7 e 8; 3) Diferença entre o custo de captação, rentabilidade dos depósitos da caderneta de poupança, e a remuneração das taxas de juros incididas sobre as operações de crédito; *Ministério da Fazenda – Relatório do Tesouro Nacional, anexo.
Elaboração própria.

No que se diz respeito ao crédito rural, foi observada, conforme disposto na tabela 7, a existência de taxas mais modestas de subsídios em comparação ao custo de captação, de 0,8% na média do período. Mesmo assim, em decorrência do baixo resultado primário observado no ano de 2014, o valor dos subsídios despendidos possibilitaria quase duplicar o resultado do período, reafirmando o custo social envolvido na manutenção dessa política.

Seção 3.3

Custo financeiro do crédito e taxa de juros natural

Na literatura econômica são escassos os modelos que permitem auferir o custo da intermediação financeira a partir de métodos quantitativos. Em geral, a literatura foca na comparação entre os estágios de desenvolvimento da indústria financeira para explicar o impacto desse setor no crescimento econômico.

Um dos primeiros autores a discutir o papel das finanças na atividade econômica ao longo do tempo foi Philippon (2008), mostrando que a demanda estrutural para intermediação financeira depende da distribuição conjunta de rendimentos e oportunidades no setor não-financeiro.

Gennaioli (2014) propõe uma alternativa à interpretação para o custo relativamente alto das intermediações financeiras. Sua principal contribuição reside na constatação de que instituições críveis amentam a tolerância ao risco dos investidores, possibilitando auferir

maiores retornos. Segundo o autor, uma vez que a credibilidade é um recurso escasso, melhorias no ambiente informacional não implicam, necessariamente, em um menor custo unitário de transações.

Entretanto, foi Philippon (2015) quem primeiramente apresentou de forma empírica uma metodologia para estimar o custo da intermediação financeira nos Estados Unidos, abrangendo os últimos 140 anos em seu estudo. Considerando os rendimentos provenientes da intermediação financeira como uma medida para mensurar o custo agregado dessa intermediação, Philippon mostrou que o custo unitário das operações nos Estados Unidos oscilava entre 1,5% e 2% do valor da operação, sendo relativamente estável durante todo o período da observação. O custo unitário das operações de intermediação financeira de todo o sistema financeiro apresentava um *spread* anual de 1,87% na média.

O autor define o custo unitário como sendo a relação entre a renda decorrente da intermediação financeira e a quantidade de ativos “intermediados”. Segundo ele, o melhor mecanismo de mensuração da parcela da renda do setor financeiro é a partir do valor agregado dessa atividade no produto total da economia.

A quantidade de ativos em intermediação, por sua vez, pode ser obtida pela soma das seguintes operações: volume de crédito ao consumidor, detenções de ativos líquidos, e valor dos ativos corporativos.

Segundo o autor, em uma situação de equilíbrio, o custo financeiro agregado ao usuário é composto pela taxa de retorno das operações mais o custo unitário de cada operação.

Admitindo o custo unitário encontrado para o mercado americano²⁵, é possível determinar o custo financeiro das operações brasileiras, de forma aproximada. É possível, por hipótese, assumir que o retorno das operações financeiras é dado pela Taxa DI-Over, taxa de remuneração dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI)²⁶. Isto porque para os

²⁵ A replicação da metodologia proposta por Philippon para as contas brasileiras fica prejudicada, uma vez que as contas nacionais não discrimina o valor agregado das operações financeiras. Estas, ao contrário, vêm acumuladas com diversas outras operações do ramo de serviços.

²⁶ Os Certificados de Depósito Interbancário (CDI) foram instituídos a partir do Decreto-Lei nº 2.284/86, e constituem títulos de emissão das Instituições Financeiras (IFs), monetárias e não-monetárias, que servem de garantia para as operações no mercado interbancário, atuando como um instrumento financeiro de troca de reservas entre as instituições. Ao lastrear as operações do sistema bancário, os CDIs cumprem o importante papel de distribuição de recursos que atenda ao fluxo monetário demandado pelas instituições, sem o qual seria inviável o amadurecimento e desenvolvimento do setor financeiro. Esse mecanismo possui extrema relevância ao garantir a liquidez do mercado.

bancos os CDIs funcionam como uma moeda indexada, utilizados como instrumentos que permitam conciliar o valor dos ativos e passivos constantes do balanço de pagamentos das instituições. O índice possui um duplo caráter: serve de parâmetro de referência para o custo de oportunidade dos bancos e como indexador das aplicações financeiras.

Por ser apurada com base nas operações interbancárias, a Taxa DI-Over pode ser entendida como a média da remuneração das operações realizadas no sistema bancário, livres de interferências exógenas, como tributação, direcionamento ou depósito compulsório. Para o período apurado, de 2011 a 2014, a média da Taxa DI-Over referente ao mês de dezembro foi de 9,3%.

Sob essa hipótese, o custo financeiro agregado ao usuário situaria em torno de 11,2% para o período. Esta seria uma representação da taxa natural de mercado, conforme proposto por Wicksell.

Seção 3.4

Resultados

De acordo com os cálculos realizados, conclui-se que o valor concedido pelo governo na forma de subsídios corresponde a aproximadamente 146 bilhões, na média dos anos de 2011 a 2014, ou 3% do PIB, quando comparado com o custo do crédito concedido a taxas livres. De forma mais didática, em cada R\$ 100 concedidos no mercado de crédito, R\$ 5,80 são decorrentes de subsídio.

Partindo-se de um cenário mais conservador, aquele comparado com operações de financiamento imobiliário livre, é possível inferir que o valor do subsídio despendido nas operações de crédito de BNDES situa-se entre R\$ 13 e 30 bilhões, diferença obtida pelo cálculo do subsídio pelo lado ativo das operações, referentes à taxa de remuneração, e pelo lado passivo, ou seja, custo de captação. Analogamente, é possível dizer que o valor mais baixo refere-se àquele subsídio necessário para operar com lucro zero, e o mais alto, ao valor correspondente para equalizar os rendimentos das operações subsidiadas àquelas correspondentes no mercado livre.

Seguindo a mesma linha de raciocínio, é possível estimar o valor do subsídio conferido às operações de financiamento imobiliário a taxas reguladas em R\$ 14 bilhões, valor este determinado apenas pelo cálculo do lado ativo da operação de crédito, uma vez que mesmo as taxas reguladas já se encontram em nível superior ao custo de captação. Para o crédito rural, o

valor médio do subsídio apresentado para o período proposto situa-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 9 bilhões, valor de equalização dos rendimentos no mercado livre.

Para o período avaliado, entre 2011 e 2014, é possível perceber que o montante final de subsídios concedido à economia segue uma tendência constante em termos relativos, em torno de 2,5% e 4% do PIB. Mesmo estimando o subsídio a partir do custo de captação, adotando premissas mais conservadoras, o valor de recursos com subsídios é significativo se comparado ao resultado fiscal primário do Governo Central.

Pode-se inferir ainda, a partir das características apresentadas pelo financiamento imobiliário, que a ampliação do rol de garantias e colaterais constitui uma medida eficiente para redução das taxas de juros, uma vez que reduzem o risco da inadimplência, um dos principais custos financeiros das operações. De acordo com a decomposição do *spread* bancário realizada pelo Banco Central, a inadimplência corresponde a um terço dessa margem. Essa alternativa permitiria alcançar resultados semelhantes sem, entretanto, impor o custo monetário dos subsídios. Destaca-se ainda que esse mercado possui taxas de juros, tanto reguladas como de mercado, próximas àquela estimada para a taxa natural, mostrando a robustez do segmento.

Capítulo 4

Considerações Finais

A partir da discussão proposta acerca da conveniência das políticas de crédito subsidiado é possível verificar no cenário brasileiro dos últimos quatro anos (2011 a 2014) os resultados apontados pela teoria da liberalização financeira. De acordo com o gráfico 1, disponibilizado na seção de introdução, é possível ver a necessidade cada vez maior de políticas de crédito artificiais (direcionamento) para suprir a escassez de recursos disponibilizados no mercado pelo segmento privado. É possível constatar distorções nos incentivos para investimento, que são direcionados para os setores de baixo valor agregado, comprometendo o crescimento econômico.

Enquanto setores considerados de interesse estratégico pelo governo contaram com uma taxa média de 7,9% a.a., os outros setores tiveram de submeter-se à taxa de mercado, de 30,8%. Cumpre destacar que a demanda excessiva estimulada pelas taxas abaixo do seu nível natural (11,2%), apesar de ser acomodada pelos programas de direcionamento de crédito, incorre em grande custo na manutenção de poupanças forçadas, conforme descrito por Hayek. No Brasil, os grandes fundos de poupança (FAT, FGTS, depósitos compulsórios) possuem uma taxa de remuneração abaixo dos índices de inflação, que geralmente implica em perda de valor para seus mantenedores, no caso, os trabalhadores e contribuintes. A manutenção e subremuneração desses fundos consiste em importante custo social para viabilização do direcionamento de crédito.

Apesar do custo do subsídio corresponder a parcela pequena no produto total da economia, entre 2,5% e 4% do PIB, se comparado com o resultado fiscal do setor público, é possível ver seu volume exorbitante. Déficits nas contas públicas são financiados mediante emissão de dívida, onerando duplamente o contribuinte, conforme proposto por Mises. Além de arcar com o aumento do preço dos produtos decorrentes nos setores beneficiados pelo direcionamento de crédito, uma vez que a expansão do crédito aumenta as facilidades de pagamento e o preço do produto, e conseqüentemente, desloca o preço de equilíbrio, sendo a oferta fixa, arcam com o aumento da tributação requerida para financiar o desequilíbrio das contas públicas. Este constitui outro custo social para manutenção dessa política.

De outro modo, o maior custo da manutenção desse sistema de crédito é o entrave que significa para alcançar a eficácia da política monetária e fiscal. Em um país onde o Banco Central adota um regime de metas de inflação e onde é adotado uma âncora fiscal, a alta

carga de crédito direcionado coloca a eficácia dessas duas políticas. Não há como chegar a uma meta inflacionária quando parte substantiva dos recursos não são influenciados por essa política. Não obstante a ineficácia por adotar a taxa de juros de longo prazo, a sua utilização cria a necessidade de aumentar a taxa básica da economia, a taxa Selic, cada vez mais, para que o sistema de metas atinja o objetivo estabelecido. De forma análoga acontece para a política fiscal. O dispêndio com volumes cada vez maiores para o crédito direcionado funcionam como um importante fator limitador para atingir a meta fiscal.

Não se deve, entretanto, avaliar os custos de uma política apenas sob a égide de política alocativa. Os setores considerados estratégicos pelo governo (infraestrutura, rural e construção civil) são aqueles intensivos em mão de obra e cuja força de trabalho é em sua maior parte desqualificada. Assim, o direcionamento de crédito materializa a política defendida pelo governo de manutenção do nível do emprego e da renda, já que estes são os setores com grandes cadeias produtivas e empregam maior contingente de mão de obra. Além disso, os efeitos do fechamento de postos de trabalho nesses setores, por exemplo, podem levar à instabilidade política do país.

O subsídio é uma intervenção, por definição, que em geral é feito pelo governo. E em um governo de um país federativo e republicano a alocação de recursos pode assumir uma ação estratégica na manutenção da estabilidade política. Essa realocação, mesmo que ineficiente, é justificada mediante a existência de desigualdades e outras disparidades regionais.

Nesse sentido, a análise não deve se situar sobre a conveniência ou não dos subsídios, mas da forma que ele é utilizado, retornando a discussão sobre o papel de um banco de desenvolvimento e de bancos públicos. Dados os aspectos econômicos mencionados, do trade off entre desequilíbrio de mercado e promoção do desenvolvimento econômico, a racionalização da utilização de políticas viabilizadas por esse tipo de financiamento deve ocorrer mediante financiamento de setores onde a iniciativa privada não esteja presente, ou seja, aqueles com baixo retorno, como é o caso do saneamento básico, ou aqueles com alto risco, como os fármacos e *high tech*. Assim, as distorções seriam minimizadas e o impacto do desenvolvimento social, maximizado.

Mas as empresas receptoras de crédito estatal não são aquelas que se enquadram nesses grupos. Ao contrário, são empresas que facilmente receberiam recursos no mercado bancário

convencional. Não há sentido econômico para esse direcionamento e os subsídios, aplicados dessa forma, tornam-se indefensáveis.

Outro ponto que merece ser destacado é o esgotamento no uso dessa política. Volumes cada vez maiores de recursos conseguem sustentar cada vez menos o desempenho desses setores, apontando para a ineficiência da política de estímulo à demanda. Assim, cabe a indagação quanto ao excesso de financiamento e subsídio concedido a esses setores básicos.

Nesse sentido, cumpre destacar as conclusões de Boris Cournède, Oliver Denk & Peter Hoeller (2015) acerca da expansão do setor financeiro nos países da OCDE desde a década de 70, apontando para seus efeitos no crescimento e distribuição de renda. Para os autores, apesar do setor financeiro constituir um fator determinante do crescimento, pode existir uma situação em que denominaram de “excesso de finanças”. Demonstraram que em situações onde o sistema financeiro já é desenvolvido, novos aumentos em sua estrutura geralmente repercutem no crescimento lento de longo prazo.

Os resultados empíricos trazem algumas constatações importantes, dentre as quais, que a expansão do crédito bancário está mais negativamente correlacionada com crescimento econômico do que aumentos nos financiamentos obtidos via mercado de capitais. Por outro lado, o estudo ainda demonstra os efeitos da expansão do setor financeiro sobre as desigualdades econômicas. A verificação empírica da situação de excesso de financiamentos no Brasil consiste em uma importante contribuição que merece ser testada, assim como a existência de correlação e causalidade entre o volume de crédito concedido e o incremento correspondente no valor agregado bruto do setor beneficiado.

Por fim, não existem estudos ou pesquisas que justifiquem a destinação do volume de recursos em questão a esses setores específicos, muito menos a divulgação de dados relativos ao volume de subsídio concedido em cada uma das operações. Apesar da vasta literatura acerca das limitações impostas pelo modelo de crescimento puxado pela demanda agregada, essas medidas continuam no centro da atenção dos formuladores de política pública. Em detrimento, não há investimento no aumento da produtividade ou suprimento de gargalos da infraestrutura brasileira. A continuação do estudo dos custos de manutenção da política de subsídio de crédito e sua eficiência é indispensável para que se pensem novas estratégias de crescimento que sejam menos onerosas ao contribuinte e menos prejudiciais ao livre mercado.

Anexo 1 – Crédito Livre e Direcionado discriminados por modalidade

Tabela I: Saldo do crédito livre discriminado por carteira (saldo em R\$ milhões e taxa de juros em % a.a.)

Fonte: Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 2, 4, 7 e 8.

Elaboração própria.

Notas: 1) O saldo do financiamento imobiliário refere-se aos recursos direcionados concedidos a taxas livres.

2) O saldo do crédito rural refere-se aos recursos direcionados concedidos a taxas livres.

Tabela II: Saldo do crédito controlado discriminado por carteira (saldo em R\$ milhões e taxa de juros em % a.a.)

Fonte: Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 2, 4, 7 e 8.

Elaboração própria.

Notas: Todos os recursos concedidos com taxas controladas.

Anexo 2 – Valor total dos subsídios por diferencial de taxas de juros

Tabela III: Valor do subsídio calculado pela diferença entre a taxa média do crédito livre e a taxa específica do crédito direcionado a taxas reguladas(valor em R\$ milhões e taxa em % a.a.)

Período	BNDES - capital de giro			BNDES - financiamento de investimento			BNDES - financimaneto da agorindústria			Total BNDES		Financiamento Imobiliário		Crédito Rural		TOTAL	
	valor total	taxa de subsídio		valor total	taxa de subsídio		valor total	taxa de subsídio		valor total	taxa de subsídio	valor total	taxa de subsídio	valor total	taxa de subsídio	valor total	% PIB
2011	R\$ 3.465	17,9		R\$ 80.737	21,6		R\$ 6.029	24,1		R\$ 90.231	22,1	R\$ 13.754	7	R\$ 5.418	6	R\$ 109.404	2,6%
2012	R\$ 3.739	16,4		R\$ 78.624	18,5		R\$ 5.784	20,6		R\$ 88.147	18,5	R\$ 12.606	4,8	R\$ 5.541	5	R\$ 106.294	2,4%
2013	R\$ 4.449	19,3		R\$ 109.417	22,2		R\$ 8.835	24,8		R\$ 122.701	22,2	R\$ 17.514	5,1	R\$ 12.619	9	R\$ 152.835	3,2%
2014	R\$ 5.707	27,5		R\$ 171.078	30,2		R\$ 16.578	32,4		R\$ 193.363	30,3	R\$ 13.029	3,2	R\$ 12.702	7,3	R\$ 219.094	4,0%

Fonte: Tabelas I e II do Anexo I. Calculado pela autora.

Nota: Ressalta-se que o cálculo exclui a modalidade “microcrédito” conferida apenas para pessoas físicas, e “outros”. Os valores totais dos recursos dessas modalidades estão dispostos na Tabela II em anexo.

Anexo 3 – Valor total dos subsídios por diferença de remuneração e custo de captação

Tabela IV – Taxa e valor de subsídio em relação à taxa média de captação

Período	Taxa média de captação ¹	Taxa de remuneração ²		Taxa de subsídio ³		Custo de Oportunidade	
	Rentabilidade da Caderneta de Poupança	Taxa média do crédito rural	Taxa média do financiamento imobiliário	Crédito Rural	Financiamento Imobiliário	Valor total do subsídio no Crédito Rural	Razão subsídio / resultado primário*
2011	6,8	5,9	9,2	0,9	-2,4	R\$ 822	0,33
2012	6,0	4,9	7,4	1,1	-1,5	R\$ 1.164	0,04
2013	5,2	4,8	8,1	0,4	-2,9	R\$ 617	0,04
2014	6,4	5,5	8,6	0,9	-2,2	R\$ 1.496	1,98

Fonte: 1) Sistema Gerenciador de séries temporais, séries nºs: 25, 195 e 7836, 2) Banco Central do Brasil – Notas de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Quadros 7 e 8; 3) Diferença entre o custo de captação, rentabilidade dos depósitos da caderneta de poupança, e a remuneração das taxas de juros incididas sobre as operações de crédito;

*Ministério da Fazenda – Relatório do Tesouro Nacional, anexo.
Elaboração própria.

Tabela V: Renda fixa - rentabilidade e saldo das principais fontes de captação
(valores em R\$ milhões e taxas em % a.a.)

Período	Depósitos de poupança		Depósitos de longo prazo - CDB pré-fixado		
	Rentabilidade	Saldo	Rentabilidade	Saldo	
2011	6,8	R\$ 420.009	8,0	R\$ 18.127	
2012	6	R\$ 496.302	1,3	R\$ 14.040	
2013	5,2	R\$ 597.943	2,5	R\$ 9.885	
2014	6,4	R\$ 662.727	1,8	R\$ 11.727	

Sistema Gerenciador de séries temporais, séries nºs: 14, 15, 25, 195 e 7836.
Elaboração própria.

Nota: As taxas anuais referem-se aos valores acumulados no respectivo ano.

Referências Bibliográficas

Além, Ana Claudia; Madeira, Rodrigo. 2015. Quem precisa de bancos de desenvolvimento? *Rumos - economia e desenvolvimento para os novos tempos* 278, (nov. - dez.): 52-53.

Atkinson, A.; Stiglitz, J. 1980. *Lectures on public economics*. London: McGraw-Hill.

Boycko, Maxim; Shleifer, Andrei; e Vishny, Robert W. 1996. A theory of privatization. *The Economic Journal*, 106 (mar.): 309-319.

Banco Central do Brasil. Notas econômico-financeiras para a imprensa: Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro relativos a maio de 2015, dezembro de 2014, dezembro de 2013 e dezembro de 2012. Quadros VIII e XIX – Crédito do sistema financeiro – recursos direcionados – saldo por modalidade. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>. Acessado em 27.06.2015.

Banco Central do Brasil. Relatório de Estabilidade Financeira, base de dados. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB>. Acessado em 28.06.2015.

Banco Central do Brasil. Juros e *Spread* Bancário - com informações até março de 2014. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%201-juros%20e%20spread%20banc%C3%A1rio.pdf>. Acessado em 10.07.2015.

Bresser-Pereira, L. C. 2012. Do antigo ao novo desenvolvimentismo na América Latina. Em *Desenvolvimento Econômico e Crise*, Delorme Prado, Luiz Carlos (org.), D'Aguiar, Rosa Freire (Editora), Contraponto Editora, Rio de Janeiro, 37-65.

Cárdenas, H.; Ocampo, J.; Thorp, R. (orgs.). 2001. *An economic history of twentieth-century Latin America*. Volume 1: The export age. Londres: Palgrave-Macmillan,

Coelho, Danilo; De Negri, João Alberto. 2010. Impacto do financiamento do BNDES sobre a produtividade das empresas: uma aplicação do efeito quantílico de tratamento. Encontro ANPEC de 2010. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/000-62cf725608576526071dfbbed02385cf.pdf>. Acessado em 05.08.2015.

Coimbra, Marcio Chalegre. Subsídios. 2000. *IEE: Pensamentos Liberais*, VII, 2000-2001.

Colistete, Renato Perim. 2001. O desenvolvimentismo cepalino: problemas teóricos e influência no Brasil. *Estudos Avançados*, 15 (41): 21-34.

Costa, Fernando Nogueira da. 2008. Bancos e Crédito no Brasil: 1945-2007. *História e Economia*, 4, 2(jul.-dez.): 249-276.

Costa, Fernando Nogueira da; Torres Filho, Ernani Teixeira. 2012. BNDES e o Financiamento do Desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, 21, número especial, (dez.): 975-1009.

Cournède, Boris; Denk, Oliver; Hoeller, Peter. 2015. Finance and inclusive growth. OECD

Economic Policy Paper Series, 15: jun.

De La Torre, Augusto; Gozzi, Juan C.; Schmukler, Sergio L. 2005. Innovative experiences in access to finance: market friendly roles in the invisible hand? *Latin America Regional Studies, Concept Paper*, World Bank, Washington, DC, 2006.

De Negri, J.; De Negri, F. e Alvez, P. 2008. Os financiamentos do BNDES têm impacto positivo sobre a tecnológica, o emprego e o faturamento das firmas?, mimeo.

Filho, Hermógenes Saviani. 2013. A Era Vargas: desenvolvimentismo, economia e sociedade. *Economia e Sociedade*, 22, 3(49): 855-860.

Francisco, Manuela et al. 2008. Measuring the performance and achievement of social objectives of development finance institutions. *Policy Research Working Paper 4506*, World Bank.

Garrison, Roger W. 2006. Natural and neutral rates of interest in theory and policy formulation. *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 9, nº. 4 (Winter): 57–68.

Gerschenkron, Alexander. 1962. Economic backwardness in historical perspective. *Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press*.

Hermann, J. 2011. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, 31, 3 (123), (jul.-set.): 397- 414.

Keynes, John Maynard. 1936 [2012]. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Trad. Manuel Resende. São Paulo: Saraiva, p. 148-175. Edição original: *The general theory of employment, interest and rate*. NY: 1973.

Knight, Frank Hyneman. 1934. Capital, Time and the Rate of Interest. *Economica*, vol. 1: 257-286.

Korner, Tobias; Schneibel, Isabel. 2010. Public ownership of banks and economic growth: the role of heterogeneity. *CEPR Discussiona Papel*, nº 8138, Londres, Center of Economic Policy Research.

Krugman, Paul. R. e Obstfeld, Maurice. 1999. *Economia Internacional – Teoria e Política*, 1ª ed. São Paulo: Makron Books.

Leite, Sérgio Pereira. 2001. Análise do financiamento da política de crédito rural no Brasil (1980-1996). *Estudos Sociedade e Agricultura*, 16 (abr.): 129-163.

Lima, Antônio Ernani Martins. 1999. O sistema de crédito ao desenvolvimento: fundamentos, estrutura e evolução. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 11(2); 345-351.

Lopes, Francisco Lafayette. 2014. On high interest rates in Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 34, nº 1 (134), jan.-mar: 3-14.

Machado, Luciano; Parreiras, Maria Araújo; Peçanha, Vinícius Rodrigues. 2011. Avaliação de impacto do uso do Cartão BNDES sobre o emprego nas empresas de menor porte. *Revista do BNDES*, 36 (dez.): 5-42.

Mankiw, N. Gregory; Weinzierl, Matthew. 2011. An exploration of optimal stabilization policy (report). *Brookings Papers on Economic Activity*, spring, 64: 209 – 272.

McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution Press.

Medeiros, Marcelo; Souza, Pedro. 2013. Gasto público, tributos e desigualdade de renda no Brasil, edição 1844 de texto para discussão. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-.

Moraes Junior, Aod Cunha de Moraes. 1994. A evolução dos fundamentos teóricos da política monetária no enfoque monetarista. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (15)1: 132-150.

Moreira, Vania Maria Losada. 2003. Os anos JK: industrialização e modelo oligárquico de desenvolvimento rural. In: Ferreira, Jorge; Delgado, Lucília de Almeida Neves. (org.). O Brasil republicano. O tempo da experiência democrática: Da democratização de 1945 ao golpe civil-militar de 1964. 1 ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, v. 3, p.155-194.

Novaes de Almeida, José Roberto. 2009. *Economia Monetária: uma abordagem brasileira*, 1ª ed. São Paulo: Atlas.

Ohlin, B. 1987. Teorias alternativas da taxa de juros – réplica. *Literatura Econômica*, 9 (2): 159-164.

Oreiro, J.L. 2000. O debate entre Keynes e os “clássicos” sobre os determinantes da taxa de juros: uma grande perda de tempo?. *Revista de Economia Política*, 20, 2 (78), abr.-jun.: pp. 95-119.

Pereira, Roberto de Oliveira. 2007. Ação do BNDES sobre o emprego formal: efeito nas empresas financiadas. *Revista do BNDES*, 14, 27 (jun.): 27-42.

Philippon, Thomas. 2008. The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence. New York University, NBER, CEPR (nov.). Unpublished.

Philippon, Thomas. 2015. Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation. *American Economic Review*, 105(4): 1408-38.

Pindyck, Robert S. & Rubinfeld, Daniel L. 1995 [2010]. *Microeconomia*, 7ª ed. Trad. Eleutério Prado, Thelma Guimarães e Luciana do Amaral Teixeira. São Paulo: Pearson Education do Brasil. Edição original, Microeconomics.

Ricardo, David. 1817 [1996]. *Princípios de Economia Política e Tributação*, 1ª ed. Trad. e Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda. Edição original: On the Principles of Political Economy and Taxation.

Romer, Paul M. 2001. Should the Government Subsidize Supply or Demand in the Market for Scientists and Engineers? *Innovation Policy and the Economy, Volume 1*, Jaffe, Lerner, and Stern. National Bureau of Economic Research: Working Paper No. 7723.

Rothbard, Murray N. 2004 [2012]. *Governo e mercado: a economia da intervenção estatal*, 1ª ed. Trad. Márcia Xavier de Brito & Alessandra Lass. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. Edição original, *Power and Market: government and the economy*, 4ª edição.

Santos, José Odílio dos. 2000. Análise de crédito – Segmentos: empresas e pessoas físicas, 6ª ed. Editora Atlas.

Santos, Ricardo Bruno Nascimento dos; Braga, Marcelo José. 2013. Impactos do crédito rural na produtividade da terra e do trabalho nas regiões brasileiras. *Economia Aplicada*, 17, 3 (jun.-set.): 299-324.

Santos, Vivian Machado. 2006. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 13, 26 (dez.): 3-14.

Sarmiento, Carlos Eduardo. O Brasil de JK: o custo do desenvolvimentismo. Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil (CPDOC), Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/JK/artigos/Economia/Desenvolvimentismo>>. Acesso em 04.06.2015.

Securato, José Roberto. 2012. Crédito – Análise e avaliação do risco, 2ª ed. São Paulo: Editora Saint Paul.

Shaw, E.S. 1973. *Financial Deeping in Economic Development*. New York: Oxford University.

Steele, Gerald R. 1993 [1996]. *The Economics of Friedrich Hayek*, first edition. St. Martins Press, INC: New York.

Stern, Nicholas. 2002. *A strategy for development*. Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington DC.

Stiglitz, Joseph E. 1996. *The role of Government*. Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington DC.

Stiglitz, Joseph E; Weiss, Andrew. 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71, 3(jun.): 393-410.

Varian, Hal R. 1947 [2006]. *Microeconomia: princípios básicos*, 7ª ed. Trad. Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. Rio de Janeiro: Elsevier. Edição original: *Intermediate microeconomics*. Brooklin: São Paulo.

Velloso, João Paulo dos Reis. 1998. O governo Geisel: estratégia de desenvolvimento e coordenação da política econômica. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 52, Especial (fev.): 15-25.

Veloso, Fernando A.; Villela, André; Giambiagi, Fabio. 2008. Determinantes do “Milagre” Econômico Brasileiro (1968-1973): Uma Análise Empírica. *Revista de Economia Brasileira*, 62, 2 (abr.-jun.): 221–246.

Von Mises, Ludwig. 1949 [1995]. Ação humana: um tratado de economia, 2ª ed. Trad. Donald Stewart Jr. Rio de Janeiro: Instituto Liberal. Edição original, *Human Action: a treatise on economics*, 3ª edição. pp. 530 a 591.

_____. 2010. Intervencionismo, uma análise econômica, 2ª ed. Trad. Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. Edição original, *Interventionism: an economic analysis*.

Wegelin, Maria Julia Castro. 2014. O impacto da política de crédito do BNDES no desenvolvimento econômico e social dos municípios brasileiros. Tese de mestrado em economia premiada com o XIX Prêmio Tesouro Nacional 2014.

Werneck, Rogério. 2011. *A Deterioração do regime fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos*. Em: Bacha, Edmar Lisboa; Bolle, Mônica Baumgartem (orgs). Novos dilemas da política econômica: ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneiro. 1ª edição, Rio de Janeiro: LCT.

Wicksell, Knut. 1898 [1962]. *Interest and Prices: A study of the causes regulating the value of money*. Trad. R. Kahn, New York: Augustus M. Kelley.

OCDE. Subsidy Primer. Chapter 2: The effects of subsidies. Global Subsidies Initiative: <https://www.iisd.org/gsi/effects-subsidies>. Acessado em 10.06.2015

BNDES. Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional, 4º trimestre de 2014. BNDES: recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/Relatorio_Recursos_Financeiros_4trimestre2014.pdf. Acessado em 25.06.2015

Banco do Brasil. Demonstrações Contábeis Exercício 2014. Banco do Brasil. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/4T14DemoContJM.pdf>. Acessado em 30.07.2015.

Caixa Econômica Federal. Demonstrações Contábeis, 31 de dezembro de 2014. Caixa Econômica Federal. Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/caixa-demonstrativo-financeiro/DC_BrGaap_De14_final.pdf. Acessado em 30.07.2015.

Tesouro Nacional. Relatório do Tesouro Nacional, Resultado Fiscal, Séries Históricas. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/resultado-do-tesouro-nacional. Acessado em 20.07.2015.